

**INVESTERINGSRÅDGIVNING TIL
IKKE-PROFESJONELLE KUNDER MED FOKUS PÅ
GOD FORRETNINGSSKIKK**

Kandidatnummer: 610

Leveringsfrist: 25.04.2009

Til sammen 16 958 ord

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema og avgrensninger	1
1.2	Aktualitet	2
1.3	Den videre fremstilling	3
<u>2</u>	<u>RETTSKILDEBILDET</u>	<u>4</u>
2.1	Innledning	4
2.2	Verdipapirrettens særpreg	4
2.2.1	Kredittilsynet	4
2.2.2	Bankklagenemnda	5
2.2.3	Bransjenormer	7
2.3	EU's direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)	8
2.3.1	Om direktivet	8
2.3.2	Implementering i norsk rett	9
2.3.3	Den rettskildemessige betydningen av MiFID	11
2.4	Offentligrettslige regler med privatrettslig virkning	11
<u>3</u>	<u>ORGANISERING AV VERDIPAPIRFORETAKETS VIRKSOMHET</u>	<u>13</u>
3.1	Innledning	13
3.2	Krav til konsesjon	13
3.3	Faktisk leder	14
3.4	Kundeklassifisering	15

3.5	Interessekonflikter	16
3.5.1	Særlig om forholdet mellom salg og rådgivning	17
3.5.2	Om salgsbudsjett og godtgjørelser fra arbeidsgiver	20
3.6	Kontroll av etterlevelse (Compliance)	21
4	<u>INVESTERINGSRÅDGIVNING</u>	<u>22</u>
4.1	Innledning	22
4.2	Rådgivning generelt	22
4.3	Investeringsrådgivningsbegrepet	24
4.3.1	Vilkår 1: ”personlig anbefaling”	24
4.3.2	Vilkår 2: ”bestemte finansielle instrumenter”	25
4.3.3	Transaksjoner	26
4.4	Avgrensninger	27
4.4.1	Avgrensning mot finansrådgivning	27
4.4.2	Avgrensning mot ekspedisjon	28
4.4.3	Avgrensning mot investeringsanbefalinger	29
4.5	God forretningskikk	31
4.5.1	Innledning	31
4.5.2	Overordnet prinsipp – vphl § 10-11 første ledd	31
4.6	Egnethetsvurdering	33
4.6.1	Innledning	33
4.6.2	Vilkår 1: ”i samsvar med kundens investeringsmål”	34
4.6.3	Vilkår 2: ”finansielt i stand til å håndtere risikoen”	38
4.6.4	Vilkår 3: ”nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen”	39
4.7	Løsningsforslag	41
4.7.1	Innledning	41
4.7.2	Norm 1: Beste av sammenlignbare produkter	42
4.7.3	Norm 2. Kostnadsstrukturen i produktet må ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig	43
4.7.4	Norm 3: Krav til rimelig pris	44

4.8	Vederlag fra andre enn foretakets kunder	46
4.9	Krav til informasjon til kundene	47
4.10	Tid til områelse	48
4.11	Krav til beste resultat ved ordreutførelse	51
5	<u>FØLGENDE AV OVERTREDELSE AV REGLENE PÅ VERDIPAPIRRETTENS OMRÅDE – EN OVERSIKT</u>	<u>52</u>
5.1	Innledning	52
5.2	Sanksjon og forholdsmessighet	52
5.2.1	Pålegg om retting	53
5.2.2	Tilbakekall av tillatelse	53
5.2.3	Andre sanksjonsformer	54
5.3	Avgjørelser fra Kredittilsynet	54
5.3.1	Glitnir Privatøkonomi AS, Caveo ASA og Totalvekst ASA	54
5.3.2	Acta Kapitalforvaltning ASA	56
6	<u>KORT OM VERDIPAPIRFORETAKETS MULIGE ERSTATNINGSANSVAR VED INVESTERINGSRÅDGIVNING</u>	<u>57</u>
6.1	Innledning	57
6.2	Ansvar i eller utenfor kontrakt?	57
6.3	Profesjonsansvar	58
6.3.1	Innledning	58
6.3.2	Berettigede forventninger	59
6.3.3	Aktsomhetsvurderingen	60
6.4	Bevisbyrdespørsmål	61
6.5	Hypotetisk hendelsesforløp	62

6.6	Skadelidtes medvirkning	62
<u>7</u>	<u>AVSLUTTENDE BEMERKNINGER</u>	<u>64</u>
<u>8</u>	<u>KILDEHENVISNING</u>	<u>66</u>
8.1	Bøker, artikler mv	66
8.2	Lover, forarbeider, bransjenormer mv	70
8.3	Rettspraksis og uttalelser fra Bankklagenemnda	76

1 Innledning

1.1 Tema og avgrensninger

Oppgavens tema er investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle kunder etter verdipapirlovgivningen. Fremstillingen har først og fremst til hensikt å gi en oversikt over regelverket som regulerer denne type investeringstjeneste. Et sentralt element i investeringsrådgivningen er det overordnede krav som stilles til god forretningsskikk. Av den grunn vil fremstillingen ha et betydelig fokus på dette. Oppgaven tar sikte på å belyse reglene for de ikke-profesjonelle kundene, og blir følgelig avgrenset mot de profesjonelle aktørene.¹

Reglene på verdipapirrettens område blir i stor utstrekning regulert av EUs verdipapirhandelsdirektiv (MiFID). Direktivet blir behandlet nærmere i oppgavens pkt. 2.3.

Fremstillingen tar også sikte på å gi en oversikt over de offentligrettslige sanksjonene og mulige privatrettslige virkninger som følge av at reglene som gjelder for investeringsrådgivning ikke er overholdt. Dette vil kunne bidra til å sette reglene om investeringsrådgivning inn i en større sammenheng.

Det store flertall av banker både i innland og utland tilbyr forskjellige typer investeringsprodukter, avhengig av blant annet den risiko kunden² ønsker å være eksponert mot. Omsetning av slike produkter utgjør en ikke uvesentlig del av bankenes inntekter. Bankene står imidlertid ikke uten konkurranse når det gjelder formidling av investeringstjenester. Acta Kapitalforvaltning er eksempel på et verdipapirforetak som driver virksomhet i Norge, Sverige og Danmark. Med en portefølje på 86 000 kunder og en

¹ Se pkt 3.4

² Begrepet ”kunde” vil i den videre fremstilling omfatte eksisterende så vel som potensielle kunder.

samlet forvaltningskapital på mer en 87 milliarder norske kroner, er selskapet blant de største aktørene i dagens marked.³

1.2 Aktualitet

I en undersøkelse av investeringsrådgivning foretatt av Forbrukerrådet ble det avdekket en rekke overtredelser av lovgivningen, herunder kravet til god forretningsskikk.⁴ Metoden som ligger til grunn for undersøkelsen er prinsippet om ”Mystery shopping”.⁵ I mer enn halvparten av kundemøtene var det avvik i form av mangel på skriftlig dokumentasjon og oversikt over de totale kostnader tilknyttet en investering.⁶ Kravet til opplysning om risiko eller tid til områelse var heller ikke i overensstemmelse med verdipapirlovgivningens regelverk. Undersøkelsen peker i retning av at det foreligger et betydelig forbedringspotensial i investeringsrådgivningsbransjen.⁷ Dette gjør seg gjeldende i forhold til kunnskap om produkter, lovgivning, og ved etiske vurderinger.

Det internasjonale finansmarkedet opplevde høsten 2008 en kraftig økonomisk nedgang og blir omtalt som ”finanskrisen”. Den utløsende årsaken blir av mange relatert til konkursen i den amerikanske forretningsbanken Lehman Brothores. Dette medførte at mange banker ble tilbakeholdne med å låne hverandre penger, noe som videre førte til at grunnlaget for et velfungerende finansmarked ble betydelig svekket.

Finanskrisen var også starten på en generell nedgang i verdensøkonomien. Dette medvirket til at et stort antall investorer, herunder profesjonelle aktører og småsparere, fikk negativ utvikling på sine plasseringer. Som følge av denne nedgangen har mye oppmerksomhet i den senere tid vært rettet mot kvaliteten på investeringsrådgivning. I økonomiske

³ Acta (2009). Porteføljen er fordelt på 57 kontorer i Norge, Sverige og Danmark.

⁴ Forbrukerrådet (2009)

⁵ Verktøy for å få kartlagt kvaliteten på en tjeneste. En ”Mystery shopper” utgir seg følgelig ut for å være en potensiell kunde.

⁶ Forbrukerrådet (2009) s. 18

⁷ ibid.

oppgangstider vil kritikkverdig rådgivning kunne skjule seg bak en gevinst til kunden, og følgelig ikke se dagens lys.

Temaets aktualitet er også et resultat av at reglene for investeringsrådgivning de siste årene har vært gjenstand for til dels store endringer. 1. november 2007 ble EUs direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID⁸) gjennomført i norsk rett. De viktigste endringene i relasjon til oppgavens tema, er gjennomført i verdipapirhandelloven av 2007 (vphl), og verdipapirforskriften av 2007 (vpf).

1.3 Den videre fremstilling

I kapittel 2 og 3 behandles henholdsvis rettskildene og regler om hvordan et verdipapirforetak skal organiseres.

I kapittel 4 blir reglene som gjelder for investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle kunder behandlet. Det er gjennomgående et betydelig fokus på kravet til god forretningsskikk.

Kapittel 5 og 6 inneholder henholdsvis offentligrettslige sanksjoner og mulige privatrettslige virkninger som følge av investeringsrådgivning som ikke er i overensstemmelse med verdipapirlovgivningens bestemmelser.

I kapittel 7 følger enkelte avsluttende bemerkninger.

⁸ Markets in Financial Instruments Directive. Se oppgavens pkt 2.3

2 Rettskildebildet

2.1 Innledning

Reglene om investeringsrådgivning blir i hovedsakelig regulert i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Verdipapirhandelloven inneholder i vesentlig grad overordnede regler som blir presisert i verdipapirforskriften.

For å forstå reglene på verdipapirrettens område kan det være verdt å se på bestemmelsene i lys av Norges forpliktelser i henhold til EØS-avtalen. Av den grunn er det i pkt. 2.3 kort redegjort for EUs direktiv for markeder for finansielle instrumenter som ligger til grunn for reglene som gjelder for investeringsrådgivning i Norge.

Til slutt skal søkelyset rettes mot hvordan de offentligrettslige reglene kan få betydning for det privatrettslige.

2.2 Verdipapirrettens særpreg

De alminnelige rettskildene er relevante også på verdipapirrettens område. Rettspraksis er et eksempel på en alminnelig rettskilde som i utgangspunktet alltid vil være relevant.

Likevel er det enkelte forhold som setter verdipapirretten i en særstilling. Nedenfor følger en kort oversikt over hvilken relevans henholdsvis Kredittilsynet, Bankklagenemnda og bransjenormer har i relasjon til oppgavens tema.

2.2.1 Kredittilsynet

Fra 1. november 2007 ble investeringsrådgivning definert som en konsesjonsbelagt investeringstjeneste underlagt Kredittilsynets kontroll, jf vphl § 9-1, jf 2-1 femte ledd. Norsk rett bygger på maktfordelingsprinsippet, og følgelig er det i utgangspunktet

domstolens rolle som dømmende myndighet å fastsette rekkevidden av de bestemmelser som er vedtatt av Stortinget. Kredittilsynets lovforståelse vil likevel bli tillagt betydelig vekt i og med at tilsynet fører kontroll med blant annet verdipapirforetak, jf, kredittilsynsloven § 1 nr. 14. Kredittilsynet kan uttale seg generelt, for eksempel i form av en pressemelding eller et rundskriv. Et særlig spørsmål i denne sammenheng, blir hvilke begrensninger som eventuelt gjelder for slike uttalelser i og med at de lett kan bli karakterisert som en instruks til verdipapirforetakene.

Tilsynet har også kompetanse til å pålegge verdipapirforetaket retting, eller tilbakekalle tillatelsen til å drive investeringstjenester.⁹ Av den grunn vil det være av stor interesse for verdipapirforetak som driver investeringstjenester å følge Kredittilsynets lovforståelse. I relasjon til dette vil det være rimelig at Kredittilsynets uttalelser får en betydelig rettskildemessig vekt på verdipapirrettens område.

2.2.2 Bankklagenemnda

Bankklagenemnda¹⁰ har kompetanse til å behandle tvister mellom forbruker og verdipapirforetak når tvisten springer ut av kontrakt, og forholdet gjelder investeringsrådgivning, jf hovedavtalen for Bankklagenemnda § 2-2.¹¹ Det er i bestemmelsen en forutsetning at klagen er fremmet av en forbruker. Dette innebærer at alle de ikke-profesjonelle¹² kundene ikke har den samme investorbeskyttelsen. Nemndas uttalelser er kun rådgivende, jf hovedavtalen § 2-3. Hvis forbrukeren får medhold og verdipapirforetaket ikke ønsker å følge opp uttalelsen, må foretaket gi nemndas sekretariat en begrunnet melding innen tre uker om at uttalelsen ikke blir tatt til følge, jf hovedavtalen § 2-3. Denne tilbakemeldingsordningen legger til grunn at nemndas avgjørelser blir respektert i det alt overveiende antall saker.¹³ Dette er også en forutsetning for at

⁹ Se kapittel 5

¹⁰ Tvisteløsningsorgan for forbrukere

¹¹ Hovedavtalen for Bankklagenemnda ble godkjent ved kgl.res. 19.05.2000

¹² Se pkt. 3.4

¹³ Hagstrøm (2003) s. 57

nemndsordningen skal fungere. Saker som er realitetsbehandlet i Bankklagenemnda, kan bringes direkte inn for behandling i tingretten, jf finansavtaleloven § 4 femte ledd.

Et element som kan bidra til å svekke Bankklagenemndas rettskildemessige betydning er saksbehandlingen. Saksbehandlingen foregår skriftlig og resulterer i en uttalelse.¹⁴

Hensynet til en rask behandling kan i enkelte tilfeller veie tyngre enn grundighet.¹⁵

Ordningen med Bankklagenemnda er enkel og kostnadsfri. Dette resulterer i at færre saker går for de ordinære domstolene.¹⁶ Om nemndsordningens rettskildemessige betydning har Høyesterett uttalt følgende i Rt-1984-248:

”De responsa som avgis av et organ som Næringslivets Konkurransutvalg binder ikke domstolene, selv om jeg er enig i at det ofte vil være naturlig å tillegge dem betydelig vekt” (s. 258)¹⁷

Banklovkommisjonen er også av den oppfatning av at Bankklagenemnda har fungert tilfredsstillende, og følgelig er i ”*stand til å behandle innkomne klager på en effektiv og forsvarlig måte.*”¹⁸

Hagstrøm har uttalt følgende om Bankklagenemndas rettskildemessige betydning:

”Ved lovgivningsreformer på bankrettens område kan lovgiveren vanskelig tenkes å se bort fra den praksis nemnda har etablert. Ikke overraskende er det tydelig at nemndas praksis har vært en sentral del av de lovgivningspolitiske vurderinger ved utformingen av lovutkast fra banklovkommisjonen.”¹⁹

¹⁴ Hovedavtalen (BKN) kapittel 4

¹⁵ BKN-2009-1 er likevel et eksempel på en svært grundig saksbehandling, hvor det blant annet ble innhentet en uavhengig rapport.

¹⁶ Hagstrøm (2003) s. 57

¹⁷ Næringslivets Konkurransutvalg avgir, som Bankklagenemnda, rådgivende uttalelser, jf. Hagstrøm (2003) s. 57-58

¹⁸ NOU 1994: 19 s. 100

¹⁹ Hagstrøm (2003) s. 57

Basert på uttalelsene fra Høyesterett, Banklovkommisjonen og *Hagstrøm*, må det kunne konkluderes med at Bankklagenemnda har en betydelig rettskildemessig verdi også på verdipapirrettens område generelt.

2.2.3 Bransjenormer

Regler for investeringsrådgivning er også regulert av bransjens egne regler (bransjenormen), ofte kalt yrkesetiske normer.²⁰ Det kan stilles spørsmål om slike retningslinjer er overflødige, da reglene i utgangspunktet er utledet fra de lovpålagte krav som følger av god forretningsskikk. En investeringsrådgiver plikter i henhold til profesjonsnormen²¹ å være faglig oppdatert. Dette inkluderer blant annet lovgivning og produktkunnskap.²² Bransjenormen er i mange tilfeller inntatt i verdipapirforetakets standardiserte dokumenter (så som de alminnelige forretningsvilkårene), og kan således tillegges forpliktelser i avtalerettslig forstand. Dette kan blant annet få betydning for aktsomhetsvurderingen.²³ I og med at den nye verdipapirhandelloven i det vesentlige også inneholder bransjenormene, kan det stilles spørsmål om disse normene fremdeles har en selvstendig betydning. Det er likevel naturlig at de bidrar til å skape en berettiget forventning hos kunden, hvilket kan være erstatningsrettslig relevant.²⁴

²⁰ Hveem (2008) s. 177

²¹ Se pkt. 6.3

²² Autorisasjonsordningen (2009) Se pkt. *Veien til autorisasjon - Kunnskapsprøve*. En rådgiver skal ha nødvendig kunnskap innenfor følgende seks emneområder: (1) Personlig økonomi, (2) makroøkonomi, (3) finansmarkeder, metoder og portefølje, (4) produktgrupper, (5) etikk og rådgivningsprosessen og (6) regelverk.

²³ Se pkt. 6.3.3

²⁴ Se kapittel 6

2.3 EUs direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)²⁵

2.3.1 Om direktivet

EUs²⁶ direktiv om markeder for finansielle instrumenter regulerer både markedene for finansielle instrumenter, og de som yter investeringstjenester.²⁷ Direktivet er en del av EUs Financial Services Action Plan (FSAP).²⁸ MiFID har til hensikt å harmonisere nasjonale regler på verdipapirrettens område innenfor EU, og opphever det tidligere gjeldende direktivet om investeringstjenester (ISD)²⁹. Andre grunnleggende formål med direktivet, er å styrke konkurransen mellom verdipapirforetakene, og å bidra til en forbedret investorbeskyttelse.³⁰ I relasjon til det sistnevnte, gjelder dette særlig reglene for god forretningsskikk. MiFID legger til grunn at verdipapirforetaket skal være kjent med kundens kompetanse og behov, og at investeringstjenesten følgelig skal tilpasses etter dette.³¹

MiFID er et rammedirektiv (nivå 1) som forutsettes utfyllt gjennom et detaljert regelverk (nivå 2) fastsatt ved komitologiprosedyrer.³² EU-kommisjonen har fastsatt utfyllende nivå 2-regler i gjennomføringsdirektivet³³ og kommisjonsforordningen.³⁴

²⁵ Direktiv 2004/39/EF

²⁶ Den Europeiske Union

²⁷ NOU 2006: 3 pkt 1.1.2

²⁸ NOU 2003: 23 pkt. 3.1.1

²⁹ Direktiv 93/22/EØF

³⁰ Tyrhang og Mydske (2008) s. 154

³¹ ”Kjenn din kunde-prinsippet”, jf Rettsdata (2009) *Kommentar til verdipapirhandelloven*.

³² Regelverksprosessen der Kommisjonen får kompetanse til å fastsette utfyllende regler gjennom kommisjonsdirektiver og kommisjonsforordninger, jf Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8-9. Forholdet mellom rammedirektiv og de utfyllende rettsakter kan sammenliknes med det som i norsk rett gjør seg gjeldende i forholdet mellom formell lov og forskrift.

³³ Direktiv 2006/73/EF

³⁴ Kommisjonsforordning (EF) nr. 1287/2006

2.3.2 Implementering i norsk rett

Bakgrunnen for at direktivet er gjennomført i norsk rett, må sees i sammenheng med vår tilknytning til EØS.³⁵

EØS-avtalens overordnede målsetning er en økonomisk markedstilpasning, som innebærer at EØS/EFTA-landene³⁶ blir gjort til en del av EUs indre marked. For Norges vedkommende representerer EØS-avtalen den mest omfattende, og rettslig sett den mest inngrepene internasjonale avtalen som noensinne er inngått.³⁷

MiFID ble implementert i EØS-avtalen som følge av EØS-komiteens avgjørelse nr. 65/2005³⁸ som senere ble godkjent av Stortinget.³⁹ Frist for gjennomføring i nasjonal rett ble etter en utsettelse satt til 1. november 2007.⁴⁰

Når det gjelder den lovtekniske tilnærmingen, er MiFID implementert med en lovtekst som ligger tett opptil direktivets ordlyd. Hensikten med dette er i første rekke å avskjære tvil om at Norge har gjennomført sine forpliktelser i henhold til EØS-avtalen.⁴¹ Direktivet er i norsk rett gjennomført i verdipapirhandelloven og lov om regulerte markeder (børsloven).

Nivå 2-reglene, som er gjennomført i gjennomføringsdirektivet og kommisjonsforordningen, ble en del av EØS-avtalen gjennom EØS-komiteens beslutning

³⁵ Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet. EØS-avtalen er et samarbeid mellom EU og EFTA. EU består pr. april 2009 av følgende 27 land: Belgia, Frankrike, Italia, Luxemburg, Nederland, Tyskland, Danmark, Irland, Storbritannia, Hellas, Portugal, Spania, Finland, Sverige, Østerrike, Estland, Latvia, Litauen, Polen, Tsjekkia, Slovakia, Ungarn, Slovenia, Malta, Kypros, Bulgaria og Romania. EFTA (European Free Trade Association) består av følgende fire land: Norge, Island, Sveits og Liechtenstein. Sveits deltar imidlertid ikke i EØS-samarbeidet.

³⁶ Betegnelsen brukes om EFTA-landene som deltar i EØS-samarbeidet, jf Utenriksdepartementet (2009) s. 3

³⁷ Sejerstad m/fl. (2004) s. 21

³⁸ NOU 2006: 3 pkt. 1.1.2

³⁹ St.prp. nr. 40 (2005-2006)

⁴⁰ Direktiv 2006/31/EF

⁴¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 32

nr. 21/2007. Beslutningen er godkjent av Stortinget.⁴² I norsk rett er nivå 2-reglene gjennomført i forskrifter. Forskriftene inneholder mer detaljerte regler om de forhold som rammedirektivet trekker opp. For et verdipapirforetak vil ofte de detaljerte reglene i verdipapirforskriften være av spesiell interesse.

Reglene om god forretningsskikk i vphl § 10-11 og de mer detaljerte reglene i verdipapirforskriften som utdyper disse, har til hensikt å gjennomføre MiFID og det utfyllende gjennomføringsdirektivet. Dette regelverket skal gjennomføres i norsk rett ved såkalt fullharmonisering.⁴³ En konsekvens av dette gjør seg gjeldende ved at det i norsk rett kun er en begrenset mulighet til å fastsette andre vilkår enn det som følger av de ovennevnte direktivene. I gjennomføringsdirektivet artikkel 4 er det nedfelt retningslinjer, såkalt "*notifikasjonsprosedyre*"⁴⁴, for hvordan et medlemsland i særlige tilfeller kan fastsette nasjonale bestemmelser som er strengere enn det som følger av gjennomføringsdirektivet. I lovforarbeidene til verdipapirhandelloven har departementet belyst det nasjonale handlingsrom ved gjennomføringen av MiFID og gjennomføringsdirektivet i norsk rett. Departementets uttalelse i relasjon til dette er følgende:

"I motsetning til de sentrale virksomhetsreglene innen bank og forsikring, inneholder MiFID en rekke bestemmelser som krever fullharmonisering. Dette er bestemmelser som i utgangspunktet krever at de nasjonale gjennomføringsreglene gjennomfører direktivets bestemmelser fullt ut. Nasjonale myndigheter kan ikke i disse tilfellene legge til eller trekke fra krav og lignende i forhold til direktivets krav."⁴⁵

⁴² St.prp. nr. 11 (2007-2008)

⁴³ Finansdepartementet (2009)a pkt. 6.1

⁴⁴ I følge bestemmelsen i gjennomføringsdirektivet artikkel 4, kan nasjonale myndigheter i særlige tilfeller gjennomføre regler som går lenger enn direktivet hvis dette objektivt sett er nødvendig for å ivareta spesielle hensyn nasjonalt. For Norges del må EFTAs overvåkningsorgan (ESA) notiseres om de aktuelle tiltak som gjøres i relasjon til dette. Ved uenighet om et tiltak oppfyller vilkårene i artikkel 4, skal dette avgjøres av EFTA-domstolen på vanlig måte, jf Tyrhang og Mydske (2008) s. 161

⁴⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 31

2.3.3 Den rettskildemessige betydningen av MiFID

MiFID er som nevnt gjennomført i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven og børsløven med forskrifter. Og det er nettopp verdipapirhandelloven og børsløven som er vedtatt av Stortinget, og ikke selve direktivet.⁴⁶ Som et ledd i FSAP, er det et sentralt hensyn bak MiFID å skape et harmonisert regelverk innenfor EU. Av den grunn er det en forutsetning at reglene må gjennomføres så likt som mulig for å oppnå formålet. Dette følger blant annet av lovens forarbeider.⁴⁷

I Norge vil den rettskildemessige betydningen av MiFID i første rekke være som et tolkningsmoment, som kan tjene til å presisere eventuelle uklarheter som følge av implementeringen, så som unøyaktige oversettelser og liknende. Sterke argumenter taler for at de norske bestemmelsene bør tolkes i lys av direktivet. Oppstår det motstrid mellom de norske bestemmelsene og MiFID i forhold til kravet om god forretningsskikk, vil den tolkning som legges til grunn av MiFID få avgjørende vekt.⁴⁸ At en slik forståelse må legges til grunn, må sees i sammenheng med det alminnelige lojalitetskravet som er nedfelt i EØS-avtalens artikkel 7. Skulle det oppstå motstrid kan det stilles spørsmål om Norges forpliktelser i henhold til EØS-avtalen er oppfylt. Av den grunn vil det være rimelig å konkludere med at MiFID i realiteten har rang over formell lov, jf Lex superior-prinsippet⁴⁹

2.4 Offentligrettslige regler med privatrettslig virkning⁵⁰

Det kan forekomme tilfeller hvor det er vanskelig å skille mellom privatrettslige og offentligrettslige regler. Enkelte rettsspørsmål ligger således:

⁴⁶ Grunnloven § 76 flg.

⁴⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 32

⁴⁸ Hymer (2008) s. 185-186

⁴⁹ Lex superior-prinsippet innebærer at lov av høyere rang går foran lov av lavere rang ved motstrid. EØS-avtalen befinner seg i realiteten på et "semi-konstitusjonelt" nivå, mellom Grunnloven og formell lov, jf. Høgberg (2008) s. 163

⁵⁰ Se pkt 6.3.2

”... i samme gate, dels fordi rettsreglene på feltet langt på vei er jevnførbare og mulige å kombinere, og dels fordi skottene mellom rettsdisiplinene er blitt mindre og mindre vanntette.”⁵¹

Verdipapirhandelloven inneholder strenge og detaljerte krav til blant annet investeringsrådgivning. Kunden må i utgangspunktet også kunne forvente å motta rådgivning i samsvar med disse reglene.⁵² Uttalelser fra Kredittilsynet kan også bidra til å skape berettigede forventninger hos kunden.⁵³ I skadeserstatningsloven (skl) § 2-1 er arbeidsgiveransvaret nedfelt. Vurderingen går her ut på hvorvidt hensyn *”til de krav skadelidte med rimelighet kan stille til virksomheten er tilsidesatt.”*, jf § 2-1 første ledd første punktum⁵⁴

⁵¹ Boe (2002)

⁵² Hveem (2009) a s. 216-217

⁵³ Se pkt. 6.3.2

⁵⁴ *ibid.*

3 Organisering av verdipapirforetakets virksomhet

3.1 Innledning

I denne delen av oppgaven følger en oversikt over enkelte sentrale sider ved organiseringen av verdipapirforetakets virksomhet. Kravene til hvordan et verdipapirforetak er organisert må ligge til grunn før det er aktuelt å drive en investeringstjeneste som eksempelvis investeringsrådgivning, jf vphl § 2-1 femte ledd, jf § 2-4 første ledd.

3.2 Krav til konsesjon

I følge vphl § 2-4 er det et verdipapirforetak som skal gjennomføre investeringsrådgivningen. For å bli regnet som verdipapirforetak i verdipapirhandelens forstand, er det et vilkår at foretaket tilbyr én eller flere investeringstjenester som er nedfelt i vphl § 2-1 ”... på forretningsmessig basis”, jf vphl § 2-3. For å kunne drive tjenester på forretningsmessig basis, må foretaket ha tillatelse fra departementet, jf vphl § 9-1 første ledd. Tillatelsen angir hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket har anledning til å yte. Banker som, i tråd med oppgavens tema, yter investeringsrådgivning blir også omfattet av verdipapirhandelens bestemmelser om konsesjonsplikt, jf vphl § 9-8. I oppgaven omtales kredittinstitusjoner som har konsesjon til å drive investeringsrådgivning også som ”verdipapirforetak”. Det skilles følgelig ikke mellom banker og andre aktører i relasjon til dette.

For å få innvilget tillatelse til å yte investeringstjenester, må foretaket for det første oppfylle nærmere bestemte vilkår som er nedfelt i vphl §§ 9-8 til 9-21, jf § 9-1 annet ledd. Det stilles her blant annet krav til organisasjonsform, ledelse, eierstruktur og kapital med videre. For det andre må verdipapirforetaket være organisert på en slik måte at Kredittilsynet, på en effektiv og betryggende måte, kan gjennomføre tilsyn med virksomheten. Regelen i § 9-1 annet ledd er en ”skal-regel”. Hvis begge vilkårene i

bestemmelsen er oppfylt, må det i utgangspunktet gis tillatelse. Det er likevel et betydelig skjønnsmoment i bestemmelsens formulering ved at det er konsesjonsmyndigheten som vurderer om vilkårene er oppfylt, jf ”*anser*” i bestemmelsen. Til sammenlikning har en jurist som søker advokatbevilling etter domstolloven § 220 et rettskrav på å motta bevilling dersom vilkårene i bestemmelsen er oppfylt. I et slikt tilfelle blir det ikke foretatt en vurdering, men kun en formell kontroll på at kandidaten tilfredsstiller de lovpålagte krav.

Verdipapirhandelloven åpner for at et verdipapirforetak kan benytte seg av ”*tilknyttede agenter*” til å gjennomføre investeringstjenester som er nedfelt i vphl § 2-1, jf vphl § 10-16 første ledd. Dette gjelder kun de tjenestene som verdipapirforetaket ”*selv har tillatelse til å yte*”. En agent kan kun være knyttet til ett verdipapirforetak, og det krever ikke tillatelse etter vphl § 9-1, jf § 10-16 første ledd. Ansvar for ”*all virksomhet agenten forestår på verdipapirforetakets vegne*”, ligger på verdipapirforetaket, jf vphl § 10-16 annet ledd.

3.3 Faktisk leder

Krav til verdipapirforetakets ledelse er regulert av vphl § 9-9. Det stilles blant annet krav til at ledelsen må ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring. Faktisk leder behøver ikke å være den samme som daglig leder. Ansvar for at verdipapirforetaket overholder verdipapirlovgivningens forpliktelser påligger foretakets ”*øverste ledelse*”, jf vphl § 9-12. En definisjon av ”*øverste ledelse*” er nedfelt i vphl § 9-1 bokstav h) og omfatter:

”den eller de personer som faktisk leder verdipapirforetakets virksomhet, jf. verdipapirhandelloven § 9-9 første ledd.”

Måten banker tradisjonelt er organisert på, kan skape særlige utfordringer i relasjon til faktisk ledelse. I rundskriv 23/2007 har Kredittilsynet nærmere presisert den faktiske lederens funksjon:

”Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er nødvendig å ha en egen faktisk leder ved hvert enkelt underkontor av bankenes filialer, forutsatt at underkontoret er direkte underlagt en filial med godkjent faktisk leder og lederen faktisk utøver en reell kontroll over virksomheten i underkontoret.

Investerings tjenester knyttet til komplekse finansielle instrumenter, herunder strukturerte produkter, kan imidlertid kun ytes fra filial hvor en godkjent leder har sitt faste arbeidssted og er fysisk til stede.”

Faktisk leders funksjon er å føre kontroll med filial og eventuelt underkontor. Et underkontor har følgelig plikt til å rapportere til faktisk leder. Ved komplekse finansielle instrumenter foreligger det således et krav til at faktisk leder må være ”fysisk til stede” på sitt faste arbeidssted. Fysisk tilstedeværelse må forstås slik at faktisk leder i utgangspunktet kun skal ha en slik funksjon på én filial. Kravet til fysisk tilstedeværelse er således oppfylt selv om faktisk leder eksempelvis er i eksternt møte eller ved kortvarig sykefravær.

3.4 Kundeklassifisering

Et verdipapirforetak plikter å kategorisere sine kunder basert på blant annet kunnskapsnivå, erfaring og engasjement, jf vpf § 10-1 første ledd. Etter bestemmelsen skal en kunde klassifiseres som ikke-profesjonell, profesjonell eller kvalifisert motpart, jf første ledd i bestemmelsen bokstav (a)-(c). En kvalifisert motpart er en undergruppe av de profesjonelle kundene, jf vpf § 10-2. Kundene skal motta skriftlig informasjon om hvilken kategori de er plassert i, samt betydningen av kategoriseringen relatert til graden av investorbeskyttelse, jf vpf § 10-1 annet ledd.

De ikke-profesjonelle kundene blir negativt avgrenset i verdipapirforskriften. Dette gjør seg gjeldende vet at det fastsettes nærmere bestemte krav til både de profesjonelle kundene og de kvalifiserte motpartene. Oppgaven tar sikte på å belyse reglene som gjelder der hvor investorbeskyttelsen er best, med andre ord for de ikke-profesjonelle kundene. Begrepet ”ikke-profesjonell” kunde omfatter mer enn det som ligger i forbrukerbegrepet i norsk rett, ved at også foretak kan bli klassifisert i denne kategorien.

Bestemmelsen i vpf § 10-7 trekker opp betydningen av hvilken kundekategori en kunde befinner seg i. For en ikke-profesjonell kunde vil alle bestemmelsene om

investorbeskyttelse være relevante. Av den grunn vil det ikke være nødvendig å presisere at en bestemt regel kommer til anvendelse for denne kundegruppen. Dette er også i tråd med verdipapirhandellovens systematikk, i og med at det blir presisert hvilke regler som ikke kommer til anvendelse for de profesjonelle kundene.

3.5 Interessekonflikter

Verdipapirforetak må organisere sin virksomhet på en slik måte at risikoen for interessekonflikter *”begrenses til et minimum”*, jf vphl § 9-11 (1) pkt 2. I bestemmelsen presiseres det at reglene for det første får anvendelse på forhold mellom verdipapirforetaket og kundene, og for det andre at foretaket må være organisert slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretakets kunder også må begrenses til et minimum. Enhver interessenmotsetning mellom kunde og foretak, eller kundene imellom er ikke lovstridig, jf *”begrenses til et minimum”* i bestemmelsen. Slik verdipapirforetak er organisert vil det i praksis ikke være mulig å unngå situasjoner hvor det kan oppstå interessenmotsetninger. Spørsmålet i tilknytning til dette blir hvilke tiltak verdipapirforetaket må iverksette for å oppfylle dette kravet. Vphl § 9-11 første ledd nr. 2. henviser til § 10-10 hvor det er nedfelt nærmere bestemmelser om hvordan verdipapirforetak skal håndtere interessekonflikter. I vphl § 10-10 første ledd er det bestemt at et:

”Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter...”

Det presiseres også, som i § 9-11 første ledd nr. 2, at dette gjelder både forholdet mellom foretak og kunde, og kundene imellom. Det sentrale i bestemmelsen er det som fastsetter foretakets plikter. Bestemmelsen slår fast at foretaket skal gjennomføre *”alle rimelige forholdsregler”* når det gjelder å avklare om det foreligger interessekonflikter. Bestemmelsen fremstår ikke som spesielt presis, men trekker opp overordnede retningslinjer.⁵⁵ Detaljerte regler rundt håndteringen av interessekonflikter er nedfelt i vphl § 9-23 flg. Retningslinjer for interessekonflikter må være skriftlige, jf § 9-24 første ledd.

⁵⁵ Bergo (2008) s. 163

Bestemmelsen i vphl § 9-24 annet ledd trekker videre opp et minstekrav til hva retningslinjene må inneholde. At foretaket kun plikter å gjennomføre de forholdsregler som er ansett å være ”rimelige” i forhold til å identifisere en interessekonflikt, er et utslag av et forholdsmessighetsprinsipp. Hva som forventes av et verdipapirforetak må derfor vektles mot de ulemper dette medfører for foretaket.

Hvis tiltakene som er iverksatt etter vphl § 9-11 (1) pkt 2. ikke er tilstrekkelige, må kunden opplyses om at det kan foreligge ”mulige interessekonflikter”, jf vphl § 10-10 annet ledd og vpf § 9-25. Dette kan tilsynelatende virke som et strengt krav, men informasjonen om mulige konflikter kan gis til kunden gjennom standardiserte dokumenter som for eksempel alminnelige forretningsvilkår.⁵⁶ Bestemmelsen regulerer potensielle interessekonflikter, det vil si noe som tidsmessig ligger frem i tid, jf ”mulige” i bestemmelsen.

I vphl § 10-10 tredje ledd er det nedfelt en forskriftshjemmel. Hensikten med bestemmelsen er muligheten til å få gjennomført til dels omfattende regler i gjennomføringsdirektivet artikkel 21-25.⁵⁷

3.5.1 Særlig om forholdet mellom salg og rådgivning

Tilbydere av forskjellige investeringstjenester markedsfører seg i stor utstrekning som rådgivere og ikke selgere. Bakgrunnen for dette skyldes blant annet tillitselementet som ligger i rådgivningsbegrepet. Er en investeringsrådgiver tilstrekkelig uavhengig resultatet av rådgivningen – selve rådet? I kjølvannet av dette blir spørsmålet om verdipapirforetak og/eller rådgiveren må være uavhengig.

Kredittilsynet har uttalt at rådgiverbetegnelsen er lite informativ hvis rådgiveren har en betydelig egeninteresse. I en slik situasjon vil tittelen selger gi et mer korrekt bilde av den

⁵⁶ Bergo (2008) s. 165

⁵⁷ Ot.prp. nr. 34 pkt. 7.2.5

reelle situasjonen.⁵⁸ Denne uttalelsen peker i retning av at en investeringsrådgiver som mottar en provisjonsbasert inntekt ikke er tilstrekkelig uavhengig til å benytte rådgivertittelen.

Forbrukerrådet er av den oppfatning at rådgivning kan benyttes av de verdipapirforetakene som tar seg betalt for selve rådgivningssamtalen, og følgelig ikke mottar inntekter i tilknytning til salg av investeringsprodukter.⁵⁹ For at rådgivningen her skal være tilstrekkelig uavhengig, må det skje ut fra hva som er det beste for kunden i markedet, uten tilknytning til en spesiell tilbyder. Kunden betaler da for selve rådgivningen, uten noen form for returprovisjon i forhold til solgte produkter.

Forholdet mellom rådgiver og selger gjør seg også gjeldende i forbindelse med stillingsannonser. Et eksempel på dette er et selskap som søker etter en finansrådgiver med følgende tittel i stillingsutlysningen: ”*Er du en GOD selger og kan tenke deg å selge lån for SOLID finanshus?*”[sic]⁶⁰ Utlysningen retter seg mot kandidater som har erfaring med salg, og det formidles også at stillingen innebærer at det skal ”selges” lån. Dette kan vurderes dit hen at selskapet utad ønsker å fremstå som rådgivere, mens det internt er et klart fokus på salg. Aktørene i finanssektoren som formidler finansielle tjenester er naturligvis avhengig av en viss omsetning av sine produkter. Dette har en klar sammenheng med at rådgivningssamtalen er gratis, og at inntektene nettopp stammer fra resultatet av rådgivningen – om det blir salg.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) ser imidlertid dette forholdet fra en annen synsvinkel.⁶¹ I og med at begrepet investeringsrådgivning blir benyttet i verdipapirhandelloven, vil dette kunne vurderes som en indikasjon på at lovgiver støtter opp under bruken av tittelen investeringsrådgiver i forbindelse med markedsføring og salg

⁵⁸ Kredittilsynet (2008)a s. 44

⁵⁹ Forbrukerrådet (2009) s. 31

⁶⁰ Finn.no (2009)

⁶¹ FNH (2009) s. 2

av finansielle instrumenter. Rådgivning i tradisjonell forstand vil innebære en stor grad av uavhengighet av utfallet av rådet, og vil følgelig være mer tillitskapende enn å benytte tittelen selger. Likevel har næringen selv ikke hevdet at rådgiverens rolle er helt uavhengig eller nøytral. I følge bransjenormen pkt. 8 skal rådgiveren:

”... sørge for at det ikke feilaktig skapes et inntrykk av at det gis råd som er uavhengige eller nøytrale.”

Dette kan utledes av vphl § 9-11 første ledd nr. 2 om at interessekonflikter skal reduseres til et minimum.

I en rådgivningssamtale om boliglån har bankene systemer som kan simulere hvor mye en husholdning kan tåle med tanke på belåningsgrad i forhold til inntekt. En ”tommelfingerregel” hos mange banker synes å være at det kan lånes inntil tre ganger brutto årslønn.⁶² Som nevnt er dette kun et utgangspunkt. Dess høyere inntekt husholdningen har, jo enklere er det for banken å tilby et lån som er på mer enn tre ganger husholdningens brutto inntekt. Hvis kundens lånebehov er mer enn det som kan sies å være forsvarlig, blir resultatet at kunden får et avslag på sin søknad om lån. Det finnes også en mellomting hvor kunden får et lånetilsagn under frarådning i henhold til finansavtalelovens § 47. Kunder som ikke har finansiell bæreevne for et lån vil få avslag. Grovt sagt går vurderingen ut på at kunden skal tilfredsstillere krav til betalingsevne og betalingsvilje. I tillegg til dette er det et krav om sikkerhetsstillelse, normalt pant i eiendommen som boliglånet omfatter. Hvor god sikkerheten er, har normalt innvirkning på hvilken lånerente banken vil tilby.

Når det gjelder situasjonen for investeringstjenester vil dette trolig stille seg noe annerledes. Ser vi bort i fra en eventuell etterfølgende erstatningssak, påtar ikke banken seg på dette område noen form for risiko, bortsett fra omdømmerisiko. Verdipapirforetaket, i dette tilfellet banken, gjennomfører transaksjoner i finansielle instrumenter på vegne av kunden. Det er med andre ord kunden som i utgangspunktet har risikoen og også

⁶² Dinside.no (2009)

mulighetene for gevinst. Følgelig vil bankene ha større egeninteresse i å kontrollere og sikre gode engasjementer overfor kundene på områder som faller utenfor investeringstjenestebegrepet. På disse områdene, som for eksempel boliglån, er bankene i større grad eksponert for risiko i og med at det lånes ut penger til kundene.

Selv om det finnes tungtveiende grunner for å betegne verdipapirforetakets medarbeidere for selgere, vil de likevel bli omtalt som rådgivere i det følgende. Begrepet er for det første godt innarbeidet i praksis, og brukes i tillegg av lovgiver. Bransjen vil trolig også fortsette å benytte denne betegnelsen inntil det eventuelt blir en regelendring som regulerer dette forholdet.

3.5.2 Om salgsbudsjett og godtgjørelser fra arbeidsgiver

Et verdipapirforetak kan også stå overfor en annen type egeninteresse hva angår interessekonflikter. Det siktes her til de tilfeller hvor rådgiveren mottar mindre bonuser fra arbeidsgiveren hvis han klarer å levere i henhold til budsjett. Bonusen som sådan utgjør likevel trolig ikke den største faren for at anbefalingene skal være tilstrekkelig uavhengig. For en rådgiver som blir målt etter et salgsbudsjett vil forsøke å etterstrebe at dette budsjettet blir nådd av flere grunner. For det første ønsker rådgiveren å være lojal mot de oppgavene som rådgiverstillingen medfører. Budsjettet kan således sees på som et mål fra arbeidsgiver. For det annet kan en rådgivers salgstall ha betydning for hans videre karriere i den forstand at gode resultater ofte blir lagt merke til, og av den grunn vil andre hensyn enn kundens beste kunne få avgjørende vekt i enkelte sammenhenger. Dette illustrerer en utfordring bransjen står overfor.

En arbeidsinstruks kan komme i konflikt med kravet til god forretningsskikk i henhold til vphl § 10-11 første ledd om at kundens interesser skal ivaretas på beste måte. Dette forholdet blir likevel ikke behandlet nærmere, da spørsmålet blir ansett å falle utenfor rammen av oppgaven.

3.6 Kontroll av etterlevelse (Compliance)

Et verdipapirforetak plikter å ha en ”effektiv og uavhengig kontrollfunksjon”, jf vpf § 9-8. Ansvarsområdet til compliancefunksjonen er å overvåke og kontinuerlig vurdere verdipapirforetakets etterlevelse av verdipapirlovgivningen, samt å iverksette tiltak for å bedre foretakets etterlevelse. Kravet til uavhengighet, innebærer blant annet at compliancefunksjonen ikke må være i et direkte avhengighetsforhold til de personer som skal kontrolleres.⁶³ Følgelig må denne funksjonen ligge utenfor foretakets operasjonelle rapporteringslinjer, og rapportering skjer således direkte til foretakets øverste ledelse, jf vpf § 9-12 annet ledd.⁶⁴ Foretaket skal velge en medarbeider som har hovedansvaret for compliancefunksjonen, jf vpf § 9-8 tredje ledd bokstav b).

⁶³ Høringsnotat (29/3-07)

⁶⁴ Se pkt. 3.3

4 Investeringsrådgivning

4.1 Innledning

Dette kapitlet tar sikte på å belyse regelverket som regulerer investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle kunder. Innledningsvis følger en begrepsavklaring og avgrensning. Deretter behandles de ulike elementene i relasjon til investeringsrådgivning. Sentralt er reglene om god forretningsskikk som går som en rød tråd gjennom hele rådgivningsprosessen.

4.2 Rådgivning generelt

Rådgivning er et relativt vidt begrep som brukes i forskjellige bransjer. Etter en naturlig språklig forståelse har begrepet en klar individuell karakter. Det er med andre ord den enkelte kundens behov som skal være i fokus for rådgivningen. Markedsføring henvender seg også til kunder, men mangler det individuelle tilsnittet som må være tilstedet for at det skal være tale om rådgivning. Slik rådgivningsbegrepet benyttes, omfatter det mer enn selve rådet.⁶⁵ Rådgivningsprosessen kan således deles inn i følgende fire enheter:

1. Behovsanalyse
2. Informasjonsinnhenting
3. Informasjon av forskjellige løsninger og hvilke konsekvenser disse medfører
4. Løsningsforslaget - selve rådet

I finansbransjen benytter man ofte noe mer presist tittelen ”finansiell rådgiver”. Helt presist er heller ikke denne betegnelsen, men det sier litt om hva man kan forvente seg av samtalen. Begrepet er også godt innarbeidet i finansnæringen, og brukes i tillegg av lovgiver. Det er ikke uvanlig at finansrådgivere innenfor bank har et faglig ansvar som

⁶⁵ Hveem (2009) a s. 205

omfatter kreditt, plassering, personforsikring og skadeforsikring. En fellesbetegnelse her er at det dreier seg om hvordan kunden skal disponere og plassere sin formue og inntekt, samt og sikre seg mot uforutsette hendelser som kan innvirke på disse. Tittelen ”finansiell rådgiver” er ikke underlagt noe bestemt vern, og av den grunn kan kvaliteten på rådgivningen også variere. Det er fra 1. januar 2009 innført en autorisasjonsordning for finansielle rådgivere med følgende målsetning:

”Hovedmålet er å styrke kvaliteten på finansiell rådgivning overfor kunder gjennom en felles autorisasjonsordning som fremmer nødvendig kunnskap, holdninger og ferdigheter hos finansielle rådgivere”.⁶⁶

Autorisasjonsordningen er en avtale mellom FNH⁶⁷, Finansforbundet, Sparebankforeningen og VFF,⁶⁸ og har til hensikt å fungere som en nasjonal autorisasjonsordning, jf avtalen mellom partene.⁶⁹ Denne ordningen er i første rekke ”rettet mot rådgivning av ikke-profesjonelle kunder i personmarkedet”.⁷⁰ Begrepet ikke-profesjonell kunde er gjennomført i medhold av MiFID⁷¹, og er som nevnt over inntatt i vpf § 10-1 første ledd.⁷² Når målgruppen med autorisasjonsordningen er personmarkedet, er dette implisitt en avgrensning mot bedriftsmarkedet. En ikke-profesjonell kunde i personmarkedet er som regel en forbrukerkunde.

Et slikt kompetanseløft som autorisasjonsordningen innebærer, vil kunne resultere i bedre rådgivning til kundene. Det forutsettes at verdipapirforetaket skal sørge for å ansette medarbeidere med ”nødvendig kompetanse og kunnskap”, jf vpf § 9-7 første ledd bokstav (d). Hvorvidt den enkelte medarbeider har tilstrekkelig kompetanse, ansees å falle utenfor

⁶⁶ Autorisasjonsordningen (2009) Se pkt. *Felles autorisasjon for finansielle rådgivere*

⁶⁷ Finansnæringens Hovedorganisasjon

⁶⁸ Verdipapirfondenes forening

⁶⁹ Etableringsavtalen (2008)

⁷⁰ Autorisasjonsordningen (2009) Se pkt. *Om Autorisasjonsordningen*

⁷¹ Fortalen til MiFID pkt. 31 og Gjennomføringsdirektivet art. 28 nr. 1

⁷² Se pkt. 3.4

MiFIDs virkeområde, jf gjennomføringsdirektivets fortale pkt. 13. En nasjonal autorisasjonsordning representerer således ingen utfordring i relasjon til dette.

4.3 Investeringsrådgivningsbegrepet

Investeringsrådgivning er en investeringstjeneste, jf vphl § 2-1 første ledd nr. 5. Bestemmelsen i første ledd lister opp hvilke tjenester som regnes som investeringstjenester, mens andre ledd regulerer hva som regnes som tilknyttede tjenester. Listen kan ikke regnes som uttømmende da det i tredje ledd er bestemt at departementet, i forskrifts form, kan regulere hva som skal regnes som investeringstjenester og tilknyttede tjenester i henholdsvis første og annet ledd. Vphl § 2-1 første ledd nr. 5. slår som nevnt fast at investeringsrådgivning er å regne som en investeringstjeneste, og henviser til § 2-4 hvor begrepet er nærmere definert.

Investeringsrådgivning blir i verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd definert som en:

”... personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter.”

Etter bestemmelsen er det to kumulative vilkår som må være oppfylt for at det skal være tale om investeringsrådgivning i verdipapirhandellovens forstand. Vilkårene blir behandlet separat nedenfor.

4.3.1 Vilkår 1: ”personlig anbefaling”

For det første må anbefalingen være personlig. Bestemmelsen må etter dette vilkåret avgrenses mot mer generelle råd som i verdipapirforskriften blir definert som investeringsanbefalinger, jf vpf § 3-6 annet ledd.⁷³ Et eksempel på en generell anbefaling kan være en analyse, som i utgangspunktet retter seg mot allmennheten og mangler av den

⁷³ Se pkt. 4.4.3

grunn det personlige tilsnittet.⁷⁴ En analyse av et børsnotert selskap vil si noe om forventningene markedet eller analyseselskapet har til selskapet, men er ikke å regne som en personlig anbefaling i verdipapirhandellovens forstand.⁷⁵ Det er i utgangspunktet ikke noe i veien for at en personlig anbefaling eksempelvis kan gis til et ektepar i fellesskap. Husholdningens økonomi vil ofte bli ansett som én enhet, og av det grunn må det kunne sies å oppfylle kravet om at rådgivningen skal være personlig. Kravet til at anbefalingen må være personlig betyr likevel ikke det samme som at den skal være unik.⁷⁶ Den samme anbefalingen kan av den grunn gis til flere personer. Det avgjørende er at det tas personlige hensyn.⁷⁷

4.3.2 Vilkår 2: "bestemte finansielle instrumenter"

Det andre vilkåret som må være oppfylt er at det må dreie seg om "*bestemte finansielle instrumenter*" Begrepet må avgrenses mot generelle allokering anbefalinger som ikke er konsesjonsbelagt.⁷⁸ Slike anbefalinger knytter seg ikke mot "*bestemte finansielle instrumenter*" og fyller av den grunn ikke et av grunnvilkårene for investeringsrådgivning.

Hva som regnes som finansielle instrumenter er nærmere definert i vphl § 2-2 første ledd. Loven deler begrepet inn i fire kategorier; omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.⁷⁹ En nærmere presisering av disse kategoriene er oppstilt i bestemmelsens 2.-5. ledd. Bestemmelsen i vphl § 2-2 gjelder uavhengig om et finansielt instrument er børsnotert.⁸⁰ Bankinnskudd og

⁷⁴ Bergo (2008) s. 141

⁷⁵ Se pkt. 4.4.3

⁷⁶ Hveem (2009)a s.207

⁷⁷ Se pkt. 4.6 om egnethet

⁷⁸ Hveem (2008) s. 163

⁷⁹ Bergo har delt markedet inn i følgende fire kategorier basert på hvilken type finansielle instrumenter som omsettes. Det er her tale om; (1) egenkapital- eller aksjemarkedet, (2) pengemarkedet, (3) varederivatmarkedet og (4) verdipapirfondsmarkedet, jf Bergo (2008) s. 13

⁸⁰ Bergo (2008) s. 23

forsikringspareprodukter, som for eksempel Unit Link⁸¹, er ikke å regne som finansielle instrumenter i verdipapirhandellovens forstand.

Finansielle instrumenter er et av de sentrale koblingsordene i verdipapirhandelloven.⁸² Koblingsord betyr i denne sammenheng at det knyttes rettsvirkninger til begrepet. Det er med andre ord avgjørende å få avklart om en transaksjon dreier seg om et finansielt instrument eller ikke i verdipapirlovgivningens forstand.

Det er ikke avgjørende om investeringsrådgivningen skjer på kundens eller verdipapirforetakets initiativ. En viss betydning kan dette likevel ha.⁸³

4.3.3 Transaksjoner

Som nevnt over er et av vilkårene for investeringsrådgivning at det er tale om transaksjoner i bestemte finansielle instrumenter. Begrepet transaksjoner brukes her i vid forstand, og omfavner i tillegg til kjøp også salg eller om et bestemt finansielt instrument skal beholdes. Verdipapirhandelloven § 2-4 er tilnærmet en direkte oversettelse av MiFID artikkel 4 (1) nr. 4, som følgelig heller ikke inneholder en nærmere presisering av transaksjoner i forbindelse med investeringsrådgivning ("*investment advice*"). Gjennomføringsdirektivet artikkel 52 presiserer at "*investment advice*" i tillegg til kjøp og salg også omfatter å beholde et finansielt instrument. En naturlig språklig forståelse av begrepet "*transaksjon*" vil normalt sett innebære et dynamisk element, typisk kjøp eller salg. Det er imidlertid klart at ettersom "*investment advise*" i direktivets forstand også innebærer å beholde investeringene uendret, har begrepet transaksjon også et statisk element i denne sammenheng, jf "*hold*" i artikkelen. Som tidligere nevnt er gjennomføringsdirektive i norsk rett gjennomført i verdipapirforskriften, men det kommer ikke her klart frem hva investeringsrådgivning omfatter i relasjon til begrepet transaksjon. MiFID vil i denne

⁸¹ Sparebank1 (2009)

⁸² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 12

⁸³ Se pkt. 4.10

sammenheng fungere som et tolkningsmoment for å avgjøre begrepets rekkevidde. I BKN-2008-77⁸⁴ uttaler likevel Bankklagenemnda følgende:

”Bankklagenemnda har tidligere gitt uttrykk for at det må være investorens eget valg og eget ansvar å velge tidspunkt for å selge seg ut av en investering, se eksempelvis BKN 2003-059. Hvis bankens anbefaling skulle kunne gjøres gjeldende som et ansvarsbetingende forhold, ville det medføre at den videre risiko for tap i realiteten ble overført til banken.”

Bankklagenemnda har i sin praksis tidligere lagt til grunn at kunden selv er ansvarlig for å avgjøre tidspunktet for salg av en investering. Det er klart at det er kunden som må avgjøre om han ønsker å selge seg ut eller beholde en investering på lik linje som kunden selv fattet beslutningen om å investere. Problemstillingen blir her i utgangspunktet om kunden kan forvente å få rådgivning om hvor vidt han skal beholde eller selge sine finansielle instrumenter.⁸⁵ Etter implementeringen av MiFID må det kunne sies å være klart at verdipapirforetaket plikter å yte investeringsrådgivning i alle tilfeller som blir omfattet av begrepet transaksjon i henhold til vphl § 2-4 første ledd, tolket i lys av MiFID artikkel 4 (1) nr. 4 og gjennomføringsdirektivet artikkel 52.

4.4 Avgrensninger

4.4.1 Avgrensning mot finansrådgivning

For at det skal være tale om investeringsrådgivning i verdipapirhandellovens forstand, må det dreie seg om transaksjoner i bestemte finansielle instrumenter, jf vphl § 2-4. I og med at utlån ikke defineres som et finansielt instrument, er det i en slik situasjon ikke tale om investeringsrådgivning. Bankinnskudd er heller ikke regnet som et finansielt instrument. Banksparing med aksjeavkastning (BMA) er likevel å regne som et finansielt instrument på

⁸⁴ Saken gjaldt BMA som på det tidspunktet ikke var tilknyttet verdipapirlovgivningens bestemmelser, se note 86.

⁸⁵ Hveem (2009) a s. 208

lik linje med for eksempel aksjeindeksobligasjoner (AIO).⁸⁶ Det er ikke uvanlig at det i en rådgivningssamtale i en bank vil være situasjoner hvor deler av rådgivningssamtalen vil være investeringsrådgivning, og andre deler innenfor det som går under kategorien finansiell rådgivning. En kunde kan for eksempel forhøre seg om muligheten for et boliglån og i samme rådgivningssamtale vurdere å plassere deler av formuen eller inntekten i aksjefond ved engangsplassering eller månedlige trekk – såkalt spareavtale. Den delen av rådgivningssamtalen som går ut på transaksjoner i bestemte finansielle instrumenter, investeringsrådgivning, blir følgelig omfattet av verdipapirlovgivningen.

4.4.2 Avgrensning mot ekspedisjon

Med ekspedisjon menes å gjennomføre ordre fra en kunde. I slike tilfeller er det verken tale om investeringsrådgivning spesielt eller rådgivning generelt fordi det ikke foreligger en samtale med kunden forut for en ordreplassering. Likevel er det ofte slik et verdipapirforetak plikter å gjennomføre en hensiktsmessighetsvurdering i henhold til vphl § 10-11 femte ledd. Unntak fra dette er oppstilt i vphl § 10-11 sjette ledd og innebærer at det utelukkende handler om *”mottak, formidlig og utførelse av ordre”* for kunden. Dette gjelder med de begrensningene som er listet opp i nr. 1-3 i bestemmelsen.

Hvis en kunde tar kontakt med sin bankforbindelse i Sparebank1 med et ønske om å plassere kr 50 000,- i Odin Norden⁸⁷ vil dette være unntatt kravet om hensiktsmessighetsvurdering etter vphl § 10-11 femte ledd hvis vilkårene i sjette ledd nr. 1-3 er oppfylt. Odin Norden er et aksjefond⁸⁸, og blir av den grunn dekket av bestemmelsen i sjette ledd nr. 1. Videre er det et krav i nr. 2 at *”tjenestene må ytes på kundens initiativ”*.

⁸⁶ BMA ble tilknyttet reglene i verdipapirhandelloven gjennom en endring i forskrift av 25. september 2006 nr. 1317 med virkning fra 1. mars 2008.

⁸⁷ Odinfond (2009)

⁸⁸ Verdipapirfond (både aksjefond og obligasjonsfond) er en *”... selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter...”* Jf. verdipapirfondloven § 1-2 nr. 1.

Hvis verdipapirforetaket er initiativtaker får forholdet lett preg av å være rådgivning, og reglene om egnethetsvurdering i verdipapirlovgivningen kommer således til anvendelse.⁸⁹

Endelig må verdipapirforetaket ved utførelse av ordre informere kunden om at tjenesten faller utenfor det lovpålagte krav om hensiktsmessighetsvurdering i vphl § 10-11 femte ledd, jf sjette ledd nr. 3. Denne informasjonen kan gis i standardiserte former sammen med øvrige vilkår.

4.4.3 Avgrensning mot investeringsanbefalinger

Sondringen mellom investeringsrådgivning og investeringsanbefaling er som nevnt over viktig å få belyst nærmere. En investeringsanbefaling er informasjon som er ment for ”*distribusjon eller allmennheten*”, jf vphl § 3-10 første ledd. En slik anbefaling er ikke rettet mot en bestemt person, og inneholder av den grunn kun informasjon om selve produktet. Et sentralt trekk er at investeringsanbefalingen inneholder et krav til uavhengighet.⁹⁰ Dette kan for eksempel være en analyse, jf vpf § 3-6 annet ledd.⁹¹

En nærmere definisjon av en investeringsanalyse følger av vpf § 9-27 første ledd bokstav (a) og (b). For det første stilles det i bokstav (a) et krav til at det tydelig må fremkomme at anbefalingen er objektiv. Dette kravet er oppfylt hvis verdipapirforetaket benevner anbefalingen som investeringsanalyse, jf bokstav (a). For det andre må anbefalingen fra verdipapirforetaket ikke regnes som investeringsrådgivning etter vphl § 2-4 første ledd, jf bokstav (b). Hvis vilkårene for investeringsrådgivning er oppfylt, er det ikke lenger tale om en investeringsanbefaling i verdipapirhandellovens forstand. Dette er fordi begrepene gjensidig utelukker hverandre når det gjelder målgruppen for henholdsvis investeringsrådgivningen og investeringsanbefalingen. Investeringsrådgivning er en personlig anbefaling, mens en investeringsanbefaling henvender seg til allmennheten.

⁸⁹ Se pkt. 4.6

⁹⁰ Gravir og Birkeland (2002) pkt. 5.4.6

⁹¹ Det siktes her i første rekke til fundamental analyse. Motstykket til dette - teknisk analyse - er mer egnet for daytradere. For utførlig redegjørelse, se Grøtte (2006)

En investeringsrådgiver for et verdipapirforetak videreformidler i vesentlig grad ”ferdige” produkter. Et eksempel på dette er Odin fond. Når en rådgiver anbefaler en investering, er det på bakgrunn av en egnethetsvurdering, jf vphl § 10-11 fjerde ledd og vpf § 10-16, jf § 10-18.⁹² På dette stadiet har den generelle anbefalingen gått over fra å være generell til å bli personlig ved at rådgiveren vurderer produktet som egnet for kunden.⁹³ At verdipapirforetaket har et ansvar for det produktet som formidles virker i utgangspunktet klart og følger blant annet av kontraktmedhjelperansvaret.⁹⁴ Videre har Høyesterett slått fast at det foreligger et slikt ulovfestet ansvar ved investeringsrådgivning.⁹⁵ I BKN-2007-50 uttaler imidlertid Bankklagenemnda følgende:

”Bankklagenemnda finner ikke å kunne gå inn på det valg av modell og premisser som ligger til grunn for beregningene som er foretatt.”

Denne uttalelsen må kunne sies å være noe oppsiktsvekkende. For det første er denne uttalelsen ikke i samsvar med Høyesteretts avgjørelse i DnB-dommen. For det andre må det kunne sies å være en forutsetning å vite hvilke premisser som ligger til grunn for et produkt når det skal vurderes om det er forsvarlig å tilby dette produktet til kunden.

Bankklagenemnda har i BKN-2009-1 endret syn i overensstemmelse med det ovennevnte hvor det uttales [i relasjon til uttalelsen i BKN-2007-50]:

”I ettertid må det erkjennes at nemnda slik sakskomplekset nå er opplyst, objektivt sett har grepet feil ved å begrense prøvingen i klagesakene til de elementer som er nevnt.”

I BKN-2009-1 ble det følgelig tatt stilling til produktets egenskaper. Bankklagenemndas uttalelse gikk i bankens disfavør.⁹⁶

⁹² Se pkt. 4.6

⁹³ Hveem (2009)a s. 228

⁹⁴ *ibid.* s. 229

⁹⁵ Rt-2000-679. Se også BKN-2009-19 med referanse til BKN-2004-110 hvor Bankklagenemnda uttalte at en agent måtte ansees å være identifisert med selskapet basert på det ulovfestede prinsipp om kontraktmedhjelperansvar.

⁹⁶ Dissens 3-2. Banken valgte å ikke ta uttalelsen til følge.

4.5 God forretningsskikk

4.5.1 Innledning

Reglene om god forretningsskikk er karakterisert som en rettslig standard.⁹⁷ Begrepet rettslig standard viser til en uavhengig vurderingsnorm som ligger utenfor seg selv som et avgjørende kriterium.⁹⁸ Selv om ordlyden er den samme, kan innholdet endre seg over tid i takt med vurderingsnormene. Av den grunn vil en rettslig standard være av dynamisk karakter.⁹⁹ Innenfor verdipapirrettens område har investorbekyttelsen blitt betydelig sterkere etter implementeringen av MiFID. Hva som ligger i god forretningsskikk må av den grunn sees i lys av dette. Et eksempel på en annen rettslig standard er *”redelighet og god tro”*.

4.5.2 Overordnet prinsipp – vphl § 10-11 første ledd

På verdipapirrettens område gjelder et overordnet krav om god forretningsskikk.

Bestemmelsen er nedfelt i vphl § 10-11 første ledd og lyder som følger:

”Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundens interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen”.

Bestemmelsen om god forretningsskikk inneholder ikke bare regler i forhold til hvordan kundene skal behandles. I tillegg legges det et ansvar på verdipapirforetakene ved at virksomheten skal drives på en forsvarlig måte, slik at det ikke er egnet til å skade tilliten til markedet.¹⁰⁰ Bestemmelsen innebærer et betydelig lojalitetskrav for verdipapirforetaket. Dette gjelder både overfor verdipapirmarkedet generelt, og det enkelte verdipapirforetak

⁹⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 104. Se også Hveem (2008) s. 140 og Bergo (2008) s. 156 flg.

⁹⁸ Gisle (2005) s. 245

⁹⁹ Hveem (2008) s. 140

¹⁰⁰ Bergo (2008) s. 156 flg.

spesielt.¹⁰¹ Reglene om god forretningsskikk i vphl § 10-11 gjennomfører MiFID art. 19 og gjennomføringsdirektivet art. 25-45. Kravet til god forretningsskikk får anvendelse for all virksomhet innenfor verdipapirforetaket. I tillegg til investeringstjenester og tilknyttede tjenester, dekker dette også annen næringsvirksomhet foretaket driver på forretningsmessig basis.¹⁰²

Bestemmelsen i vphl § 10-11 første ledd slår fast at verdipapirforetaket skal opptre slik at kundens interesse i å oppnå en så god investering som mulig, skal veie tyngre enn foretakets egeninteresse i forhold til fortjeneste.¹⁰³ Dette resulterer i at kravet til god forretningsskikk ligger til grunn på alle stadiene i investeringsrådgivningsprosessen. Kredittilsynet har på dette området utledet tre normer direkte fra vphl § 10-11 første ledd. Etter tilsynets vurdering må et løsningsforslag (selv rådet) for det første tilby kunden det beste av sammenlignbare produkter. For det andre kan ikke kostnadsstrukturen i produktet redusere avkastningspotensialet vesentlig. Endelig foreligger det et krav til rimelig pris. Kredittilsynets tre normer blir nærmere behandlet i oppgavens pkt. 4.7.

Egnettsvurderingen i pkt. 4.6 nedenfor er et eksempel på en spesiell form for god forretningsskikk, som i tillegg til det generelle kravet til god forretningsskikk i vphl § 10-11 første ledd, også inneholder presise regler om hvordan en egnettsvurdering skal gjennomføres, jf vphl § 10-11 fjerde ledd og vpf § 10-16, jf § 10-18.

¹⁰¹ Finansdepartementet (2009)a pkt 6.1

¹⁰² *ibid.*

¹⁰³ Kredittilsynet (2008)b pkt. 3

4.6 Egnethetsvurdering

4.6.1 Innledning

En sentral endring etter gjennomføringen av MiFID, er at verdipapirforetaket må foreta en egnethetsvurdering, jf vphl § 10-11 fjerde ledd. I følge bestemmelsen er det verdipapirforetaket som:

”... skal innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.”

Det er i praksis investeringsrådgiveren som foretar disse undersøkelsene i form av en behovsanalyse basert på informasjonen og dokumentasjon fra kunden. Benevnelsen ”*skal innhente*” inneholder en relativt omfattende plikt til å innhente informasjon når det dreier seg om investeringsrådgivning (og aktiv forvaltning).¹⁰⁴ Ved andre investeringstjenester enn de ovennevnte, er kravet til informasjonsinnhenting noe moderert. Det er ved slike tjenester tilstrekkelig kun å ”*søke å innhente*” relevant informasjon som utgangspunkt for en hensiktsmessighetsvurdering, jf vphl § 10-11 femte ledd. Bestemmelsen i fjerde ledd fastslår således et strengere krav til innhenting av informasjon ved investeringsrådgivning (og aktiv forvaltning), enn det som gjelder for andre investeringstjenester.¹⁰⁵

Reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 er ikke ment å være uttømmende. At en slik forståelse skal legges til grunn, blir også presisert i lovens forarbeider:

”Generelt vil departementet bemerke at de mer presise angivelsene i direktivet og gjennomføringsreglene, ikke kan anses som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden ’god forretningsskikk’.”¹⁰⁶

¹⁰⁴ Ot.prp. nr.34 (2006-2007) pkt. 7.3.5

¹⁰⁵ *ibid.*

¹⁰⁶ *ibid.* s. 104

Gjennomføringen av egnethetsvurderingen er nærmere regulert i verdipapirforskriften § 10-16. I første ledd bokstavene (a)-(c) er det listet opp tre kumulative kriterier for denne vurderingen. Vilkårene blir i det følgende behandlet separat. Hovedformålet til egnethetsvurderingen knytter seg til ulike sider av risikobegrepet. Jeg har valgt å betegne dette som henholdsvis kundens subjektive¹⁰⁷ og objektive¹⁰⁸ risiko.

4.6.2 Vilkår 1: "i samsvar med kundens investeringsmål"

Det første vilkåret, jf vpf 10-16 første ledd bokstav (a), slår fast at de enkelte transaksjonene må være *"i samsvar med kundens investeringsmål"*. Hva som ligger i investeringsmål er nærmere regulert i verdipapirforskriften § 10-16 tredje ledd. Her presiseres det at opplysningene fra kunden skal inneholde *"informasjon om investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen."* Bestemmelsen tar sikte på å få en klarhet i kundens forhold til risiko. Dette har jeg valgt å betegne som risikobegrepets subjektive side. Kunden skal her selv vurdere hvilke avkastningsmål som ønskes, samt å meddele preferanser i forhold til risiko.¹⁰⁹

Selv om det her er tale om subjektiv risiko, vil rådgiverens rolle strekke seg lenger enn å innhente informasjonen fra kunden om de ulike kriteriene bestemmelsen trekker opp. Hvis kundens investeringsmål ikke står i forhold til kundens risikovillighet, må kunderådgiveren gå en ny runde med kunden, og meddele at det i et slikt tilfelle mangler sammenheng. Et ikke uvanlig scenario her vil være at en kunde ønsker lav risiko og høy avkastning.¹¹⁰ Dette er forhold som i utgangspunktet ikke lar seg gjennomføre, og kunden må få beskjed om dette. Valget vil da eventuelt være enten å justere risikovilligheten så den kommer i

¹⁰⁷ Se pkt. 4.6.2

¹⁰⁸ Se pkt. 4.6.3 og 4.6.4

¹⁰⁹ Risiko og forventet avkastning skal normal stå i forhold til hverandre, jf alminnelig finasteori. Høy risiko, skal tilsi høy forventet avkastning, og lav risiko innebærer en lavere forventet avkastning i forhold til risikofri rente. Et viktig element i denne sammenhengen er produktets kostnadsstruktur, se pkt. 4.7.3

¹¹⁰ Se blant annet Rt-2000-679.

samsvar med investeringsmålet, eller å endre målsetningen med investeringen for å få en sammenheng med kundens forhold til risiko.

Forskjellen mellom risikovillighet og risikoprofil kan virke litt uklar, og brukes til dels vilkårlig i praksis.¹¹¹ Bestemmelsen er en direkte oversettelse av gjennomføringsdirektivet art. 35 (4).¹¹² Direktivet benytter begrepene ”*preferences regarding risk taking*” og ”*risk profile*”. Risikoprofil kan defineres som:

”den risiko du er villig til å ta og hvordan du vil reagere hvis spareporteføljens verdi reduseres som følge av at f. eks aksjemarkedet faller.”¹¹³

Denne definisjonen er i utgangspunktet også dekkende for begrepet ”*risikovillighet*”¹¹⁴ Etter en naturlig språklig forståelse kan det være holdepunkter for å bruke ”*risikoprofil*” om en porteføljesammensetning, og ”*risikovillighet*” om kundens forhold til risiko.¹¹⁵ Det kan diskuteres om det er nødvendig med to så vidt like risikobegrep i bestemmelsen. Det sentrale er likevel knyttet til rekkevidden av den subjektive risiko. Innholdet i bestemmelsen fremstår i utgangspunktet ikke som uklar.

Basert på det ovennevnte, er det vanlig å kategorisere kundens risikoprofil i enten høy, middels eller lav risiko.¹¹⁶ Det er ikke uvanlig med et fjerde alternativ som tilsier ingen risiko. For en slik risikoprofil kan det ikke gjennomføres transaksjoner i finansielle instrumenter, men i stedet holde seg til risikofri rente. Et bankinnskudd vil følgelig falle utenfor rammen av begrepet investeringsrådgivning i og med at det ikke er tale om finansielle instrumenter, jf vphl § 2-4 første ledd.

¹¹¹ Klepp Sparebank (2009)

¹¹² Gjennomføringsdirektivet art. 35 som presiserer MiFID art. 19 (4)

¹¹³ Finansportalen (2009)

¹¹⁴ Hveem (2009)b

¹¹⁵ *ibid.*

¹¹⁶ Klepp Sparebank (2009)

Begrepene investeringsmål og målsetting med investeringen må kunne sies å dekke hverandre i vesentlig grad. Det sentrale er her å få klarlagt kundens investeringshorisont sett i forhold til avkastningsforventninger.¹¹⁷ Av den grunn vil kundens konkrete mål, eksempelvis sparing til fritidsbolig med et perspektiv på 10 år, være mindre relevant. Det konkrete formålet vil likevel tjene som et utgangspunkt for å få klarlagt forholdet mellom investeringshorisont og avkastningsforventninger.

Det sentrale i verdipapirforskriften § 10-16 tredje ledd er at det må foreligge samsvar mellom kundens avkastningsforventninger, tidshorisont og risikovillighet. Hvis dette ikke er tilfellet, må verdipapirforetaket som nevnt over informere kunden om at de ulike elementene ikke står i forhold til hverandre.

Det må være samsvar i tilknytning til risikobegrepets subjektive side, noe som også er nærmere belyst i Rt-2000-679. Avgjørelsen er fra tiden før MiFID, og følgelig også før verdipapirhandellovens ikrafttredelse. Flere av Høyesteretts sentrale merknader vil likevel ha relevans. Forutsetningene for kundens investeringer i DnB-dommen var for det første at avkastningene på plasseringene skulle være bedre enn det var på hans særvilkårskonto¹¹⁸. For det andre krevde kunden at plasseringene kredittrisikomessig skulle være sikre. Endelig ble plasseringene gjennomført under forutsetning av at det ikke forelå langsiktig binding.¹¹⁹ Kunden ønsket med andre ord at kapitalen skulle være tilgjengelig. Forutsetningene for kundens plassering må kunne sies å være bristende basert på det faktum at risiko og avkastning ikke står i forhold til hverandre som nevnt over. Ansvar for at kunden skal forstå dette må legges på verdipapirforetaket, i dette tilfellet DnC, senere DnB.¹²⁰ Høyesterett uttaler på side 688 at:

¹¹⁷ Hveem (2009)b

¹¹⁸ En spesiell form for høyrentekonto med høy innskuddsrente (i forhold til andre kontotyper). Det foreligger krav til minimumsinnskudd på f. eks kr 400 000. Innskuddsrenten er normalt avhengig av sparebeløp og eventuell bindingstid.

¹¹⁹ Rt-2000-679 s. 684

¹²⁰ Endret navn til DnB etter sammenslåing med Bergen Bank i april 1990. I desember 2003 ble det gjennomført en fusjon mellom DnB og Gjensidige NOR. Det nye navnet er DnB NOR.

”... de bankansatte som skal gi kundene råd, må utvise en slik aktivitet overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilken risiko som til enhver tid er knyttet til hans disposisjon.”

Høyesterett slår fast at det er verdipapirforetaket (DnB) som har ansvaret for at kunden forstår den risikoen en investering innebærer. Høyesteretts uttalelse ovenfor er fremdeles i overensstemmelse med gjeldende rett.

Når elementene i verdipapirforskriften § 10-16 tredje ledd står i forhold til hverandre, må det for verdipapirforetaket være rimelig forsvarlig å vurdere dette som om kunden har forstått risikoen forbundet med den enkelte plassering.

Et verdipapirforetak var nylig omtalt i forbindelse med investeringsrådgivning til en ikke-profesjonell kunde.¹²¹ Kunden hadde 2,5 millioner kroner som han ønsket å bruke til boligformål innen ett år. Kunden hevdet at han ble garantert en avkastning på 7-8 % pro anno. Han hadde også som nevnt over opplyst om formålet med investeringen – kjøp av leilighet innenfor en tidshorisont på ett år. Forbrukerrådet var av den oppfatning at produktet var feil i forhold til kundens formål, i og med at produktet var mer egnet til langsiktig sparing.¹²² Av den grunn var produktet ikke i ”*samsvar med kundens investeringsformål*”, jf vpf § 10-16 første ledd bokstav (a), jf tredje ledd.

Informasjonsdirektøren i det aktuelle foretaket avviste at det ble garantert en avkastning. Likevel var han enig i at forhold rundt risiko ikke var tilstrekkelig avklart, og at produktet ikke var egnet for kunden.

Det kan se ut som at foretaket her, etter en helomvending, deler synet til Forbrukerrådet og at produktet i denne sammenheng må kunne sies ikke å tilfredsstillende kravene til egnethet, herunder investeringsformål og investeringshorisont i forhold til risiko. Utfallet i saken gikk til slutt i kundens favør. Verdipapirforetaket endret i dette tilfellet sitt standpunkt i

¹²¹ TV 2 hjelper deg (2009)

¹²² *ibid.*

saken etter at TV 2 hjelper deg¹²³ ble involvert, og resultatet ble at kunden fikk dekket sitt tap på kr 651 000.

4.6.3 Vilkår 2: "finansielt i stand til å håndtere risikoen"

Det andre vilkåret som må være oppfylt (b), er at kunden må være "*finansielt i stand til å håndtere risikoen*". Denne risikovurderingen skal vurderes fra rådgiverens side. Dette har jeg valgt å betegne som risikobegrepets objektive side. For å kunne foreta en vurdering av kundens objektive risiko, må dette vurderes i lys av vpf § 10-16 annet ledd. Bestemmelsen slår fast et minimumskrav til hvilken informasjon opplysninger om kundens finansielle stilling skal inneholde. Opplysningene skal etter bestemmelsen inneholde relevant informasjon om:

"... inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investeringer og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser."

Det er etter annet ledd kun "*relevant*" informasjon det er tale om. Hensynet til effektivitet må av den grunn veies mot hensynet til investorbeskyttelse. For den ikke-profesjonelle kunden vil imidlertid kravet til investorbeskyttelse alltid veie tyngst. Effektivitetshensynet gjør seg likevel gjeldende gjennom begrepet "*relevant*". Det er verdipapirforetaket som etter en helhetsvurdering må avgjøre hvor mye informasjon som må innhentes for å kunne gjennomføre en forsvarlig egnethetsvurdering. Bestemmelsen må forstås slik at risikoen for en eventuell feilvurdering vedrørende innhenting av informasjon ligger på verdipapirforetaket.¹²⁴ Det er nærliggende å innhente informasjon på bakgrunn av hvor inngripende en investering er på kundens økonomi. Betegnelsen "*inngripende*" betyr i denne sammenheng at investeringen er vesentlig i relasjon til kundens inntekt og formue. Av den grunn vil en relativt stor investering kreve mer detaljerte opplysninger om kriteriene i annet ledd enn tilfellet vil være for en mindre inngripende investering.

¹²³ "TV2 hjelper deg" er et TV-program på norsk TV2 som hjelper forbrukere ved konflikthåndtering. Programmets syn på en konkret sak er ikke bindende, men svært ofte løser tvister seg til forbrukerens beste.

¹²⁴ Både offentligrettslige sanksjoner (se kapittel 5) og mulige privatrettslige virkninger (se kapittel 6).

Disse opplysningene skal videre sette verdipapirforetaket i stand til å vurdere om kunden finansielt er i stand til å håndtere risikoen forbundet med den enkelte transaksjonen som omfattes av investeringsrådgivningen. Kundens *"likvide aktiva"* blir fremhevet. Dette er spesielt viktig med tanke på større investeringer og høy risiko. *"Likvid aktiva"* sikter i første rekke til tilgjengelige midler, for eksempel et innskudd på en høyrentekonto.¹²⁵ Motstykket til likvid aktiva, er illikvid aktiva som blant annet kan bestå av fast eiendom. Hvor likvid et aktivum er, må sees i relasjon til hvor raskt det kan avhendes. Egen bolig vil således være mindre likvid enn en liten utleieleilighet i et attraktivt strøk. Tilgjengeligheten (hvor raskt formuesobjektet kan omgjøres til penger) er altså det sentrale. Kunder med god inntekt og relativt sett små forpliktelser vil således også ha god likviditet. Slike momenter er svært relevante ved vurderingen av kundens objektive risiko.

4.6.4 Vilkår 3: "nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen"

Endelig (c) er det et krav om at kunden må ha *"nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen"* forbundet med den konkrete transaksjonen. Dette vilkåret knytter seg også til den objektive siden av risikobegrepet. Bakgrunnen for denne bestemmelsen er at kunden ikke skal gå inn på plasseringer som er for kompliserte. Det er avgjørende at kunden har de nødvendige forutsetningene for å forstå hvilken risiko som er forbundet med en bestemt investering. Kravet til nødvendighet innebærer en relativisering, og har sammenheng med omfanget av investeringen og kompleksiteten til produktet. For de helt enkle spareproduktene er det ikke nødvendig med erfaring og kunnskap før rådgivningssamtalen. At en slik forståelse må legges til grunn, har sammenheng med at nye kunder også må få tilgang til denne spareformen. En spareavtale i Odin Norden på kr 500,- pr. måned er noe av det enkleste i dagens marked, og må således anses forsvarlig å anbefale til kunder uten tidligere erfaring. Hva som ligger i *"kunnskap og erfaring"* er nærmere presisert i § 10-18

¹²⁵ Aktiva er et *"regnskapsmessig uttrykk for eiendeler og rettigheter som har formuesverdi ved at de kan gjøres om i penger."*, jf Gisle (2005) s. 12. Det motsatte av "aktiva" er "passiva", og benyttes blant annet som et regnskapsmessig uttrykk for gjeld.

første ledd (a)-(c). Det er kun opplysninger som er relevant i forhold til den aktuelle kundeklassifiseringen som skal innhentes, jf første ledd.

For en ikke-profesjonell kunde må det for det første avklares hvilke *”typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om”* jf vpf § 10-18 første ledd bokstav (a). Bestemmelsen slår fast at det er tale om *”kunnskap om”* og ikke eksempelvis *”kjennskap til”*. Det må følgelig kunne legges til grunn at det kreves mer enn en overfladisk kjennskap til den aktuelle plasseringen. Det må derfor skilles mellom finansielle instrumenter kunden har hørt om, og områder hvor kunden har tilstrekkelig kompetanse. Det sentrale for å avgjøre om kunden har den nødvendige kunnskap, må være at han har de nødvendige forutsetninger for å forstå risikoen forbundet med den konkrete plasseringen.

For det andre må verdipapirforetaket innhente informasjon om omfanget av kundens plasseringer, og når disse har blitt gjennomført, jf vpf § 10-18 første ledd bokstav (b). Denne informasjonen er et viktig element i kartleggingen av kundens investeringserfaring.

Endelig oppstiller vpf § 10-18 første ledd bokstav (c) et krav om at det skal innhentes informasjon om *”kundens utdannelse og arbeidserfaring”*. Her vil utdannelse og arbeidserfaring som er tilknyttet plasseringsområdet ha særlig relevans. En mastergrad i finans vil således bli vurdert på en annen måte enn en mastergrad i eksempelvis psykologi. Også her er det forholdet til risiko som gjør seg gjeldende. Som nevnt over, er reglene om investorbeskyttelse i vesentlig grad sentralisert rundt at kunden skal forstå hvilken risiko som er forbundet med en konkret transaksjon. Likevel er det ikke tilstrekkelig at kunden kun forstår risikoen, men investeringsrådgiveren må i tillegg vurdere om kundens økonomi er i stand til å bære risikoen.

Kundens kunnskap og erfaring må sees i sammenheng med kompleksiteten til den konkrete investeringen. Det er i utgangspunktet ikke rettsstridig å tilby et komplisert produkt til en ikke-profesjonell kunde, men det er avgjørende at kunden forstår hvor pengene blir

plassert, og hvilken risiko dette innebærer. For en ikke-profesjonell kunde vil ofte kompleksiteten i enkelte finansielle instrumenter være av et slikt omfang at kunden normalt ikke har den nødvendige erfaringen og kunnskapen som bestemmelsen i vpf § 10-16 første ledd bokstav (c), jf § 10-18 første ledd tilsier.¹²⁶ Dette kan for eksempel være tilfellet for enkelte derivater¹²⁷ og sammensatte produkter.¹²⁸

4.7 Løsningsforslag

4.7.1 Innledning

Forholdet mellom egnethetsvurderingen og løsningsforslaget må kunne sies å være selve kjernen av investeringsrådgivningen. Et vesentlig poeng i denne sammenheng er at løsningsforslaget må følge som en naturlig konsekvens av egnethetsvurderingen. Dette følger klart av bestemmelsen i vphl § 10-11 fjerde ledd, jf vpf § 10-16. Denne sammenhengene virker innlysende, men det er likevel viktig å få dette belyst. I vedtaket fra Kredittilsynet om å tilbakekalle konsesjonen til Totalvekst ASA, ble det blant annet påpekt at det ikke var samsvar mellom kundens lave risikovillighet, og løsningsforslaget som innebar et betydelig risikoelement.¹²⁹ Den manglende sammenheng mellom egnethetsvurdering og løsningsforslag er også fremhevet i en undersøkelse fra Forbrukerrådet.¹³⁰

I det følgende skal ulike sider ved løsningsforslaget til kunden behandles. Fremstillingen tar utgangspunkt i Kredittilsynets tre normer som er utledet fra det overordnede kravet til god forretningsskikk. jf vphl § 10-11 første ledd. I og med at disse kriteriene blir sterkt

¹²⁶ Rundskriv 4/2008 pkt. 2.2 og blant annet Kredittilsynet (2008)b s. 4

¹²⁷ Vphl § 2-2 første ledd nr. 4, jf femte ledd.

¹²⁸ Forskrift om opplysningsplikt, sammensatte prod. § 2 a)

¹²⁹ Kredittilsynet (2008)c s. 13

¹³⁰ Forbrukerrådet (2009) s. 28

vektlagt av Kredittilsynet, er det nærliggende å vurdere disse som sentrale i denne sammenheng.¹³¹ Normene blir behandlet separat i det følgende.

4.7.2 Norm 1: Beste av sammenlignbare produkter

Verdipapirforetaket plikter å tilby kunden det beste av sammenlignbare produkter. Dette følger av Kredittilsynets oppfatning av kravet til god forretningsskikk i vphl § 10-11.¹³² Tilsynet legger til grunn at verdipapirforetaket må ha en slik kunnskap om tilgjengelige produkter at det kan foretas en nærmere sammenligning i forhold til forventet avkastning, risiko, kostnader og likviditet med videre.¹³³ Bestemmelsen om god forretningsskikk pålegger følgelig, etter Kredittilsynets forståelse, verdipapirforetaket en omfattende undersøkelsesplikt for å finne hvilke produkter som er tilgjengelige i markedet, for så å finne fram til det produktet som egner seg best for kunden. Tilsynet presiserer at produkter kan være sammenlignbare selv om betingelsene ikke er identiske. Det sentrale i vurderingen er forventet avkastning, forhold rundt risiko, samt kostnader og likviditet.¹³⁴

Kravet til at verdipapirforetaket må tilby det beste av sammenlignbare produkter i markedet virker svært streng. Normen skal ikke tas helt bokstavelig. I følge Finansdepartementet kan det ikke utledes en plikt som pålegger et verdipapirforetak å tilby det objektivt sett beste produktet.¹³⁵ At det er rom for skjønn hos verdipapirforetaket, legger også Kredittilsynet til grunn og uttaler: ”... innenfor dette rommet kan [det] være en rekke produkter som er egnet for kunden.”¹³⁶

I og med at selve rådgivningen er gratis, er verdipapirforetaket avhengig av å markedsføre produkter som de selv tjener penger på. Dette må naturligvis foregå slik at kundens

¹³¹ Se for eksempel Kredittilsynet (2008)c

¹³² Kredittilsynet (2008) c s. 2

¹³³ *ibid.*

¹³⁴ *ibid.*

¹³⁵ Finansdepartementet (2009)a s. 8

¹³⁶ *ibid.*

interesser blir fullt ut ivaretatt etter bestemmelsen i vphl § 10-11 første ledd. I Kredittilsynets brev til Totalvekst uttaler tilsynet følgende:

”Foretaket har i kraft av sin rolle som profesjonell mellommann et selvstendig ansvar for denne vurderingen. Verdipapirforetaket har derfor en undersøkelsesplikt i forhold til hva som tilbys på markedet, og hvilke produkter som gir de beste betingelser for kunden.”¹³⁷

Hvis et verdipapirforetak tilbyr et relativt vidt spekter av produkter, og betingelsene på det anbefalte produktet ikke avviker vesentlig fra det som gir best betingelser i markedet, er det rimelig å konkludere med at kravet til god forretningsskikk er oppfylt i relasjon til det ovennevnte.

Til sammenligning er det slått fast i finansavtaleloven § 15 første ledd at det er tilstrekkelig å finne en egnet konto ut i fra hva den aktuelle institusjonen tilbyr, jf ”... *som den tilbyr*” i bestemmelsen. At det er tilstrekkelig å tilby kunden produkter ut i fra egen portefølje gjelder også i følge forsikringsavtaleloven § 11-1 annet ledd.¹³⁸

4.7.3 Norm 2. Kostnadsstrukturen i produktet må ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig

Etter Kredittilsynets vurdering kan også denne normen utledes av reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd. Finansdepartementet er enig med tilsynet i at kostnadsstrukturen i et produkt er å anse som et vesentlig element, men at denne normen i utgangspunktet kun er en presisering av tilsynets første norm.¹³⁹ Det sentrale er likevel at det må foreligge samsvar mellom investert beløp og de totale kostnader i tilknytning til en investering.¹⁴⁰ I relasjon til dette uttaler Kredittilsynet følgende:

¹³⁷ Kredittilsynet (2008)c s. 2

¹³⁸ Hveem (2008) s. 147-148

¹³⁹ Finansdepartementet (2009) pkt. 6.1

¹⁴⁰ Kredittilsynet (2008)c s. 3

”Verdipapirforetaket må påse at det er et rimelig forhold mellom de totale kostnader og hva som faktisk investeres, slik at avkastningspotensialet er rimelig sammenlignet med alternative investeringer sett ut fra kundens investeringsbehov.”¹⁴¹

Det foreligger her et krav til forholdsmessighet. Det er klart at kostnader ved en investering vil få innvirkning på mulig fremtidig avkastning. I denne sammenhengen er det sentralt at kostnadselementet ikke må redusere avkastningspotensialet ”*vesentlig*”. Hvis det ikke er et rimelig forhold mellom investeringen og de totale kostnadene, vil dette resultere i at avkastningspotensialet blir vesentlig redusert, og følgelig i strid med kravet til god forretningsskikk, jf vphl § 10-11 første ledd. Dersom kundens investeringsformål kan oppnås ved å investere i et produkt med lavere kostnader, skal dette alternativet velges. Dette følger forutsetningsvis av kravet til at kundens interesser skal ivaretas på beste måte, jf vphl § 10-11 første ledd.

Det er ikke tilstrekkelig at verdipapirforetaket informerer kunden om den høye kostnadsstrukturen tilknyttet investeringen. På dette område vil reglene om god forretningsskikk sette grenser for hva som kan avtales til skade for en ikke-profesjonell kunde.¹⁴² Denne bestemmelsen har klare fellestrekk med forbrukerlovgevingen ved at det ikke er adgang til å avtale regler som er til skade for forbrukeren, jf. forbrukerkjøpsloven § 3.

4.7.4 Norm 3: Krav til rimelig pris

Verdipapirforetaket plikter å gi kunden informasjon om hvilken pris som legges til grunn for sine tjenester, jf vphl § 10-11 annet ledd og vpf § 10-15.¹⁴³ Rekkevidden av kravet til god forretningsskikk i relasjon til pris, må av den grunn vurderes i lys av opplysningsplikten. I tråd med dette uttaler departementet følgende:

¹⁴¹ *ibid.*

¹⁴² *ibid.*

¹⁴³ Se pkt. 4.9

”... kravet til god forretningsskikk vil få selvstendig betydning der prisopplysningsplikten ikke vil være tilstrekkelig for å ivareta de hensyn og interesser som plikten er ment å beskytte.”¹⁴⁴

Denne normen vil etter Finansdepartementets syn ha særlig relevans for investeringstjenester der verdipapirforetaket tar seg betalt i form provisjonsinntekter, typisk ved investeringsrådgivning. Kundens forutsetning for å forstå relevant informasjon, blir normalt sett svekket i takt med produktets kompleksitet. Det kan i slike tilfeller også være vanskelig for en ikke-profesjonell kunde å sammenligne pris hos de forskjellige verdipapirforetakene. Gjør dette seg gjeldende, kan kunden ha behov for beskyttelse som går lenger enn verdipapirforetakets opplysningsplikt i henhold til vphl § 10-11 annet og tredje ledd.¹⁴⁵ Ved andre investeringstjenester hvor det er relativt enkelt for en kunde å sammenligne pris (som eksempelvis ved ren ordreformidling) vil kravet til opplysningsplikt alene være tilstrekkelig for å ivareta kundens interesse.

Normen oppstiller et krav til forholdsmessighet mellom den merverdi verdipapirforetaket tilfører kunden, og den margin foretaket beregner seg som distributør av en investeringstjeneste.¹⁴⁶ Totalvekst ASA (som ble fratatt konsesjon) hadde ikke påtatt seg noen risiko verken for gjennomføringen av transaksjonene eller i forhold til utviklingen av de finansielle instrumentene de anbefalte til kundene. Etter tilsynets oppfatning er ikke kostnadene med distribusjon avhengig av produktets sammensetning. Av den grunn har Kredittilsynet vurdert det slik at den andel det er rimelig at kunden skal betale for distribusjon av et spareprodukt vil være den samme, uten hensyn til produktets kompleksitet. Det var for Totalveksts vedkommende kun tale om en ren distribusjon, og Kredittilsynet vurderte denne konkrete saken slik at foretaket ikke hadde tilført kunden en:

”... merverdi som står i forhold til de marginer/kick-backs foretaket har mottatt fra utsteder av produktene.”¹⁴⁷

¹⁴⁴ Finansdepartementet (2009)a pkt. 6.1

¹⁴⁵ *ibid.*

¹⁴⁶ Kredittilsynet (2008)c s. 3

¹⁴⁷ *ibid.* s 20

Det ble derfor vurdert at Totalvekst på dette området ikke hadde overholdt kravet til god forretningsskikk.

Provisjonsinntekter ved investeringsrådgivning som etter sin art blir ansett å være urimelig høye, kan også komme i konflikt med verdipapirhandellslovens regler som fastslår at foretaket skal innrette sin virksomhet slik at interessekonflikter mellom kunde og foretak blir begrenset til et minimum.¹⁴⁸

4.8 Vederlag fra andre enn foretakets kunder

Regler som regulerer vederlag fra andre enn foretakets kunder er nedfelt i verdipapirforskriften § 10-8. Hovedregelen i første ledd er at verdipapirforetaket ikke kan motta vederlag fra andre enn kunden. Forskriftsbestemmelsen inneholder likevel bestemmelser om at et verdipapirforetak unntaksvis kan motta et slikt vederlag. Bestemmelsen forutsetter at følgende tre kumulative vilkår er oppfylt i første ledd bokstav (a) og (b). For det første må kunden motta skriftlig informasjon om *”vederlagets art og verdi”* før investeringstjenesten ytes. Beregningsmåten skal oppgis hvis det ikke er mulig å fastsette denne verdien. Dette kravet følger også av opplysningsplikten som er nedfelt i vpf § 10-15 første ledd bokstav (a).¹⁴⁹ For det andre stilles det et krav til at vederlaget skal være egnet til å forbedre kvaliteten på den tjeneste foretaket tilbyr kunden, jf vpf § 10-8 første ledd bokstav (b). Og endelig foreligger det et krav om at vederlaget ikke må svekke den plikt verdipapirforetaket har til å sørge for at kundens interesser ivaretas på beste måte, jf bokstav (b). Bestemmelsen er følgelig en del av det regelverket som knytter seg til den rettslige standarden god forretningsskikk.

¹⁴⁸ Se pkt. 3.5

¹⁴⁹ Se pkt. 4.9

Forskriftsbestemmelsen legger til grunn at vederlag fra andre enn kunden, så som returprovisjon fra produktleverandør, vil kunne svekke verdipapirforetakets forutsetninger til å ivareta kundens interesser på beste måte.¹⁵⁰

4.9 Krav til informasjon til kundene

Verdipapirforetaket plikter å informere kunden om omkostninger og gebyrer i tilknytning til en investering, jf § 10-11 annet ledd. Bestemmelsen er en mer presis form for kravet til god forretningsskikk enn det som følger av vphl § 10-11 første ledd, som trekker opp et overordnet prinsipp.

Hensikten med informasjonsplikten i vphl § 10-11 annet ledd er at kunden skal forstå risikoen tilknyttet de finansielle instrumentene som tilbys, og følgelig være i stand til å foreta en *"informert investeringsbeslutning."* Opplysningene må følgelig presenteres for kunden før investeringsbeslutning fattes, jf vpf §§ 10-10 og 10-11. Det sentrale med bestemmelsen er at alle relevante opplysninger må meddeles kunden. Det kan stilles spørsmål om bestemmelsen i annet ledd er noe overlappende ved investeringsrådgivning hvor det foreligger et krav om å egnethetsvurdere kunden¹⁵¹ Spesielt angår dette kravet til risiko som følger av andre ledd nr. 2. Bestemmelsen om informasjonsplikt gjelder imidlertid for hele virksomheten, jf vphl § 10-11 første ledd.

Når det gjelder opplysninger om omkostninger og gebyrer i andre ledd nr. 4, går bestemmelsen lenger enn det som følger av egnethetsvurderingen i medhold av fjerde ledd. Bestemmelsen om foretakets opplysningsplikt vedrørende omkostninger og gebyrer blir nærmere presisert i vpf § 10-15. Bestemmelsen gjelder kun for ikke-profesjonelle kunder, jf vpf § 10-7 første ledd bokstav (a). Det mest sentrale i forskriftsbestemmelsen er at verdipapirforetaket plikter å opplyse om de samlede kostnadene kunden må betale, jf vpf § 10-15 første ledd bokstav (a). Her slås det også fast at verdipapirforetakets

¹⁵⁰ Kredittilsynet (2008)c s. 21

¹⁵¹ Se pkt. 4.6

godtgjørelse må spesifiseres. Hvis det ikke er mulig å fastsette kostnadene presist, må foretaket opplyse kunden om hvilken beregning som ligger til grunn, slik at kunden kan kontrollere dette, jf bokstav (a). Forskriftsbestemmelsen slår altså fast at det klart skal fremkomme hvilken andel av det innbetalte beløp som faktisk investeres, og hvor mye som utgjør kostnader og gebyrer.¹⁵² Verdipapirforetaket skal også informere kunden om at en transaksjon kan være skattepliktig, jf vpf § 10-15 første ledd bokstav (c). Etter denne bestemmelsen vil det i utgangspunktet være tilstrekkelig å gjøre kunden oppmerksom på at en transaksjon er gjenstand for mulig beskatning, og eventuelt anbefale kunden å søke profesjonell veiledning.

Verdipapirforetaket plikter å gi kunden ”*informasjon om de aktuelle finansielle instrumenter og investeringsstrategier*”, jf vpf § 10-13. Foretaket plikter blant annet å informere kunden om risikoen forbundet med de aktuelle instrumenttyper, jf første ledd bokstav a). Etter bestemmelsen plikter foretaket å forklare virkningen av en eventuell lånefinansiering, og risikoen for at kunden kan tape hele investeringen.

Informasjonen til kunden skal være ”*korrekt, klar og ikke villedende*”, jf vphl § 10-11 tredje ledd. Bestemmelsen nevner særskilt at markedsføringsinformasjon ”*tydelig skal angis som sådan.*” En nærmere presisering av krav til slik informasjon følger av vpf § 10-9. Et verdipapirforetak vil blant annet benytte markedsføringsmateriale ved plassering av emisjoner.¹⁵³

4.10 Tid til områelse

Det sentrale er her kundens behov for å tenke gjennom den informasjonen som ble presentert i samtale med investeringsrådgiver før endelig beslutning om investering fattes. Det foreligger ingen klar hjemmel for rett til tid til områelse, men det er likevel sikker rett at dette blir dekket av kravet til god forretningsskikk i vphl § 10-11.

¹⁵² Kredittilsynet (2008)b s. 3

¹⁵³ Bergo (2008) s. 215

Etter vphl § 2-4 første ledd har det ingen betydning om kunden eller verdipapirforetaket tar initiativ til samtalen, det er uansett investeringsrådgivning. Ser man nærmere på reglene om god forretningskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 annet ledd skal kunden motta opplysninger i en forståelig form:

”... slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.”

For å kunne foreta en ”*informert investeringsbeslutning*” må kunden få nødvendig tid til å bearbeide informasjonen.

Kompleksiteten på investeringen er et sentralt moment i vurderingen. Produkter som er vanskelig å forstå, spesielt for en ikke-profesjonell kunde, bør det gis mer tid mellom informasjon og ordreplassing enn det som er nødvendig for en profesjonell kunde, eller en kvalifisert motpart. Dette kommer til uttrykk i det kunden ”*i rimelig grad*” skal være i stand ”*til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten.*” Den ikke-profesjonelle kunden har normalt lav kompetanse, spesielt når det kommer til kompliserte produkter. På dette stadiet i investeringsrådgivningsprosessen er kunden egnethetsvurdert.¹⁵⁴ Investeringsrådgiveren vil på dette tidspunktet ha nødvendig oversikt over kundens økonomi, kunnskap og erfaring og forhold til risiko. Egnethetsvurderingen vil følgelig ha særlig relevans i forhold til hvor lang tid det er rimelig å gi kunden til å vurdere investeringen før et eventuelt signeringsmøte.

Et av formålene med bestemmelsen er å sikre kunden mot en salgsoffensiv fra rådgiver, med andre ord et ledd i investorbeskyttelsen. Rådgiveren er imidlertid også underlagt krav om at kundens beste skal gå foran i en eventuell interessekonflikt, jf vphl § 10-1(1). Finansnæringens eget regelverk (bransjenormen), inneholder også etiske regler som bestemmer at kundens beste skal ha avgjørende vekt på bekostning av foretakets eller

¹⁵⁴ Se pkt. 4.6

rådgiverens interesser, jf bransjenormen pkt. 6. I bransjenormen pkt. 5. er det inntatt en egen regel om tid til områelse. Her blir det presisert at tid til områelse er spesielt viktig når andre enn kunden har tatt initiativ til rådgivningssamtalen. Det virker sannsynlig at kunden møter mer forbredt når han selv tar initiativ til rådgivningssamtalen.

Ifølge bransjenormen pkt. 5 skal kunden få "*tilstrekkelig tid*" til å områ seg. Hva som er tilstrekkelig tid, må sees i sammenheng med bestemmelsen i vphl § 10-11 annet ledd om at kunden skal være i stand til å fatte en "*informert investeringsbeslutning*." I praksis oppfordrer rådgiveren kunden til å tenke seg om. Kunden må således, på selvstendig grunnlag, selv vurdere når han er klar til å inngå en avtale. Hvis rådgiveren tar initiativ til å slutte investeringsavtalen, er det rimelig at det går noe tid mellom informasjonsmøtet og signeringsmøtet. Hvor lang tid det er rimelig å gi til områelse før en rådgiver tar et slikt initiativ, må bygge på en nærmere bestemt helhetsvurdering. Viktige momenter i vurderingen vil som nevnt være; hvem som er initiativtaker, kompleksiteten på produktet og forhold rundt risiko. En kunde tar eksempelvis initiativ til en samtale omkring Odin fond, og etter en nærmere anbefaling av rådgiver, velger han å gå inn på en spareavtale på kr 500,- pr. måned. Når kunden selv tar initiativ til samtalen, må det kunne sies å være forsvarlig å inngå en avtale av ovennevnte art i forbindelse med første møtet. En slik spareavtale medfører normalt ikke bindingstid, og kan således normalt avsluttes uten at det medfører ekstra omkostninger for kunden. Produktet bør i tillegg være relativt greit å forstå, selv for kunder som ikke har særlig kompetanse på området. Det sentrale er at kunden forstår risikoen dette medfører. Hvis rådgiveren gir kunden informasjon om andre produkter enn det kunden i dette tilfellet ønsker mer informasjon om, vil tid til områelse komme tilbake med tyngde. Utgangspunktet er, som nevnt over, at kunden selv må få bestemme hvor lang tid han trenger på denne vurderingen. Når dette sees i forhold til reglene om god forretningskikk, og i forhold til bransjens egne normer, er utgangspunktet at det ikke bør inngås avtale på første rådgivningsmøte. Dette bør kun gjennomføres i de helt klare tilfeller som nevnt over.

4.11 Krav til beste resultat ved ordreførelse

At det foreligger et krav til beste resultat ved ordreførelse vil for det første kunne utledes av reglene om god forretningsskikk i medhold av vphl § 10-11 første ledd. Likevel er det inntatt en detaljert regel om gjennomføringen av kundeordre i vphl § 10-12. Dette har ikke noe med selve investeringsrådgivningen å gjøre.

Ved utførelse av kundeordre, plikter verdipapirforetaket å ”... gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for deres kunder...”, jf vphl § 10-12 første ledd. Det er kun de tiltak som er ansett som ”rimelige” i lovens forstand som må iverksettes. Hva som blir ansett som et rimelig tiltak må bygge på en helhetsvurdering med bakgrunn i vphl § 10-12 første og annet ledd, og vphl § 10-25.¹⁵⁵ Verdipapirforetaket plikter å utarbeide retningslinjer for ordreførelse, jf vphl § 10-12 annet ledd. Kunden må følgelig samtykke i disse retningslinjene før utførelsen av ordre.¹⁵⁶

Hvis retningslinjene er i overensstemmelse med verdipapirhandellovens regler, vil kravet til beste resultat ved ordreførelse i praksis innebære at verdipapirforetaket plikter å følge de retningslinjene foretaket selv har utarbeidet.

¹⁵⁵ Bergo (2008) s. 212

¹⁵⁶ *ibid.*

5 Følgende av overtredelse av reglene på verdipapirrettens område – en oversikt

5.1 Innledning

Verdipapirhandellovens regler er i utgangspunktet av offentligrettslig karakter. Brudd på lovens regler får følgelig ikke direkte virkning overfor en kunde som har opplevd avvik i forhold til lovens krav.¹⁵⁷ Bestemmelsene vil likevel være et viktig ledd i investorbeskyttelsen i den forstand at det fra Kredittilsynets side føres en streng kontroll med at reglene blir fulgt. Etter regelendringene i 2007 har Kredittilsynet tilbakekalt tre tillatelser til å drive investeringsrådgivning. Foretakene som har mistet tillatelse er: Glitnir privatøkonomi, Caveo og Totalvekst. Det er grunn til å presisere at det er selve rådgivningen som her er det sentrale. Følgelig vil det være mindre relevant om kunden foretar en investering i etterkant av en rådgivningssamtale.¹⁵⁸ I det følgende skal søkelyset rettes mot myndigheten som fører offentlig tilsyn med verdipapirforetakenes virksomhet.

5.2 Sanksjon og forholdsmessighet

Det er Kredittilsynet som er tildelt kompetanse til å føre kontroll med foretakenes virksomhet. Kredittilsynets sanksjoner må stå i et rimelig forhold til den overtredelsen som er foretatt fra verdipapirforetakets side.¹⁵⁹ Verdipapirhandelloven bygger på et forholdsmessighetsprinsipp. Et pålegg om retting etter vphl § 15-7 er klart mindre inngripende enn å tilbakekalle retten til å drive investeringsrådgivning etter vphl § 9-4. Et så vidt omfattende inngrep som et tilbakekall innebærer, bør ikke gjøres mer omfattende enn det som ansees nødvendig sett i forhold til overtredelsens karakter. Av den grunn vil

¹⁵⁷ Se oppgavens kapittel 6

¹⁵⁸ Finansdepartementet (2009)a pkt. 5

¹⁵⁹ Kredittilsynet 2008)c s. 24

det være rimelig kun å tilbakekalle den [eller de] tillatelsen[e] overtredelsen[e] angår.

Dette er i overensstemmelse med verdipapirhandelovens system, hvor det kreves særskilt tillatelse til å drive de forskjellige tjenestene som er nedfelt i vphl § 2-1.

I det følgende blir pålegg om retting og tilbakekall av tillatelse kort behandlet hver for seg.

5.2.1 Pålegg om retting

Dersom verdipapirforetaket driver investeringsrådgivning i strid med reglene i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften kan Kredittilsynet for det første gi pålegg om retting, jf vphl § 15-7 første ledd. Dette kan blant annet også gis dersom verdipapirforetaket driver i strid med de krav til organisering som følger av vphl § 9-1, jf § 15-7 første ledd annet punktum.

I bestemmelsen om god forretningsskikk i vphl § 10-11 ligger det et krav om at informasjonen til kundene skal være ”... *korrekt, klar og ikke villedende.*” jf tredje ledd i bestemmelsen. Foretaket plikter også å opplyse om hvilken risiko som er forbundet med de bestemte finansielle instrumenter og hvilke gebyrer og omkostninger disse medfører, jf annet ledd nr. 2. og 4. Ved tilbakekall av Totalvekst ASAs tillatelse, ble det uttalt at det forelå en systematisk overtredelse av denne informasjonsplikten. Likevel var dette ikke alene tilstrekkelig til å tilbakekalle foretakets tillatelse.¹⁶⁰ Hvis lovovertrjedelsene kun hadde dreiet seg om informasjonsplikten, ville et pålegg om retting i dette tilfellet trolig stå i et rimelig forhold til overtredelsens karakter.

5.2.2 Tilbakekall av tillatelse

Kredittilsynet har myndighet til å trekke tilbake tillatelsen til å drive investeringstjenesten investeringsrådgivning (og andre tjenester) på nærmere bestemte vilkår som er listet opp i vphl § 9-4. I første ledd nr. 4. slås det fast at Kredittilsynet kan tilbakekalle konsesjonen

¹⁶⁰ Kredittilsynet (2008)c s. 23

hvis verdipapirforetaket foretar ”*alvorlige eller systematiske overtredelser*” av regelverket. Bestemmelsen sikter i første rekke til bestemmelsene i verdipapirhandelloven og verdipapirhandelforskriften. Vilkårene i bestemmelsen er alternative, jf ”*eller*” i bestemmelsen, og følgelig er det tilstrekkelig å kalle tilbake tillatelsen hvis ett av disse vilkårene er oppfylt.

Som nevnt over er det klart at tilbakekall av tillatelse er en strengere sanksjonsform enn et pålegg om retting. Hvis Kredittilsynet vurderer det slik at et pålegg om retting etter vphl § 15-7 ikke står i forhold til overtredelsen, kan altså tillatelsen tilbakekalles etter reglene i vphl § 9-4. Et tilbakekall av tillatelse skjer på bakgrunn av en skjønsmessig vurdering. Om en overtredelse i vphl § 9-4 fjerde ledd er å anse som ”*alvorlige*” og/eller ”*systematiske*”, vil således være gjenstand for en nærmere konkret helhetsvurdering av overtredelsens karakter.

5.2.3 Andre sanksjonsformer

I tillegg til retting og tilbakekall av konsesjon er det nedfelt andre sanksjonsformer i verdipapirhandelloven kapittel 17. På nærmere bestemte vilkår kan det ilegges dagsmulkt, vinningsavståelse og straff med videre. Dette blir ikke behandlet nærmere.

5.3 Avgjørelser fra Kredittilsynet

5.3.1 Glitnir Privatøkonomi AS, Caveo ASA og Totalvekst ASA

Etter MiFID og verdipapirhandellovens ikrafttredelse 1. november 2007 har Kredittilsynet totalt tilbakekalt tre konsesjoner. Dette er som nevnt Glitnir Privatøkonomi, Caveo og Totalvekst. Glitnir Privatøkonomi valgte selv å tilbakelevere tillatelsene etter at Kredittilsynet hadde avdekket betydelige overtredelser av verdipapirhandellovens regler som i det vesentlige gjaldt kravet til god forretningskikk i, eller i medhold av vphl § 10-11.¹⁶¹

¹⁶¹ Pressemelding nr. 17/2008

Caveo og Totalvekst fikk sine tillatelser inndratt etter at Kredittilsynet avdekket mange av de samme forholdene som gjorde seg gjeldende for Glitnir Privatøkonomis vedkommende. Dette gikk i all hovedsak ut på at verdipapirforetakene anbefalte produkter som de selv hadde høy inntjening på fremfor å ivareta kundens interesser på beste måte i henhold til kravet om god forretningsskikk.¹⁶² Det ble også fremhevet at det var anbefalt produkter som var uegnet for kunden, jf reglene om egnethet.¹⁶³

Etter Caveos oppfatning tolker Kredittilsynet verdipapirhandelloven for snevert og uttalte i den anledning:

”Dersom tilsynets vedtak er uttrykk for gjeldende norsk verdipapirrett, vil det ikke kunne gis konsesjon til andre verdipapirforetak enn de som er uavhengige investeringsrådgivere og som bare leverer andre leverandørers produkter, og utelukkende de produkter som til enhver tid måtte ansees som verdipapirmarkedets billigste.”¹⁶⁴

Både Caveo og Totalvekst klaget Kredittilsynets vedtak inn for overordnet forvaltningsorgan i henhold til forvaltningsloven (fvl) regler. Kredittilsynet er underordnet Finansdepartementet, som følgelig er rette klageinstans i dette tilfellet. Caveo og Totalvekst innsigelser på Kredittilsynets vedtak omfattet de rettslige så vel som de faktiske sidene av de respektive sakene. Finansdepartementet var i det vesentlige og i resultat enig med Kredittilsynet. Følgelig ble ingen av klagene tatt til følge, og Kredittilsynets vedtak ble i disse sakene således opprettholdt.¹⁶⁵ Departementet vurderte, i likhet med Kredittilsynet, at pålegg om retting ikke var å anse som en tilstrekkelig sanksjonsform i disse sakene. Vedtakene fra Finansdepartementet kan i de nevnte sakene ikke påklages, jf fvl § 28.¹⁶⁶

¹⁶² Pressemelding nr. 25/ 2008

¹⁶³ Se pkt. 4.6

¹⁶⁴ Dn.no (2008)

¹⁶⁵ Se Finansdepartementet (2009)a og Finansdepartementet (2009)b

¹⁶⁶ Om domstolens prøvelsesrett og forvaltningens frie skjønn, se Boe (2007)

5.3.2 Acta Kapitalforvaltning ASA

Kredittilsynet gjennomførte et stedlig tilsyn hos Acta Kapitalforvaltning i september 2008.¹⁶⁷ Tilsynet avdekket i den anledning en rekke ”kritikkverdige forhold” i form av overtredelser av verdipapirhandellovens regler. I pressemelding nr. 39/2008 blir det påpekt at det basert på Actas rådgivning ikke finnes grunnlag for å tilbakekalle tillatelsen. Det presiseres videre at de kritikkverdige forholdene er av en annen karakter enn det tilfellet var da Kredittilsynet valgte å tilbakekalle konsesjonen til foretakene som nevnt over.

Tilsynsmerkningen foreligger ikke pr. medio april 2009. Det som likevel kan utledes fra pressemeldingen er at overtredelsene i Actas rådgivning ikke var tilstrekkelig ”alvorlige” eller ”systematiske”, jf vphl § 9-4 fjerde ledd. Etter Kredittilsynets vurdering vil trolig et pålegg om retting i medhold av vphl § 15-7 bli ansett å være riktig sanksjon i forhold til overtredelsens karakter.¹⁶⁸

Pressemeldingen avsluttes med en opplysning om at de svenske tilsynsmyndighetene foretar kontroll av Actas virksomhet i Sverige. Dette arbeidet skjer i samarbeid med Kredittilsynet, og er i skrivende stund ikke avsluttet.

¹⁶⁷ Pressemelding nr. 39/2008

¹⁶⁸ *ibid.*

6 Kort om verdipapirforetakets mulige erstatningsansvar ved investeringsrådgivning

6.1 Innledning

I denne delen av oppgaven skal søkelyset rettes mot et verdipapirforetakets mulige erstatningsansvar ved investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle kunder. Fremstillingen har til hensikt å gi en oversikt over de erstatningsrettslige reglene som er relevante i relasjon til oppgavens tema. Partene i en slik tvist er kunden og verdipapirforetaket. Formålet med erstatningsreglene i relasjon til investeringsrådgivning vil i hovedsak være at skadelidte økonomisk skal settes i samme posisjon som før skaden inntraff. Dette blir innen erstatningsretten betegnet som ”negativ kontraktsinteresse”.¹⁶⁹ Erstatning for negativ kontraktsinteresse er forbeholdt de tilfeller hvor avtalen er ugyldig, eller hvor det er urimelig at avtalen gjøres gjeldende.

6.2 Ansvar i eller utenfor kontrakt?

Verdipapirforetakets mulige ansvar i tilknytning til investeringsrådgivning, er i utgangspunktet et ansvar innenfor kontrakt.¹⁷⁰ Dette ble lagt til grunn av Høyesterett i Rt-2000-679 hvor det uttales:

”Slik jeg vurderer nærværende sak er det avtaleforholdet med banken som er grunnlaget for kravene. Riktignok må denne avtalen suppleres med bakgrunnsstoff om hva som er god og forsvarlig bankpraksis. Men dette har mest karakter av en utfylling av den inngåtte avtalen.

¹⁶⁹ Hagstrøm (2003) s. 520 flg. Det kan også forekomme tilfeller hvor det kan være aktuelt å erstatte den positive kontraktsinteressen. Dette kan bli utfallet hvis en kunde i en rådgivningssamtale med sin bankforbindelse meddeler at han ønsker høy risiko på deler av sine sparepenger. Hvis rådgiveren anbefaler kunden å sette penger på en høyrentekonto, bærer dette preg av å være uaktsom rådgivning som kan resultere i erstatningsansvar for banken.

¹⁷⁰ Hveem (2009)a s. 225

Høyesterett åpner likevel for at det i enkelte tilfeller kan inntre en erstatningsbetingende handling som ikke relaterer seg til selve rådgivningen. Dette er tilfellet når den erstatningsbetingede adferden bærer preg av ”å stå på egne ben.”¹⁷¹ Det siktes her til forhold som ikke har noe med selve rådgivningsoppdraget å gjøre.

6.3 Profesjonsansvar

6.3.1 Innledning

Ansvarsspørsmål som relaterer seg til feil eller forsømmelse under utførelsen av et yrke blir gjerne omtalt som profesjonsansvar.¹⁷² I slike tilfeller er det gjerne tale om rene formuemessige tap, i motsetning til skade på eksempelvis en person eller ting.

Profesjonsansvaret er et ansvar på subjektivt grunnlag (culpa). Terskelen for ansvar inntreer ved simpel uaktsomhet. Culparegelen er en ulovfestet erstatningsrettslig regel som innebærer at den som volder skade ved forsett eller uaktsomhet, plikter å erstatte skadelidtes økonomiske tap. Ansvaret legger til grunn at profesjonsutøveren må yte en tilstrekkelig god og faglig forsvarlig innsats.¹⁷³ I relasjon til oppgavens tema er det nærliggende at denne vurderingen må foretas i lys av kravet til god forretningsskikk som følger av verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften.

Erstatning forutsetter at det i tillegg til ansvarsgrunnlag også må foreligge krav til årsakssammenheng og økonomisk tap. Økonomisk tap vil normalt være greit å få konstatert. Det er her tilstrekkelig at en plassering har hatt negativ avkastning. Følgelig er det ikke nødvendig at tapet er realisert. For at et økonomisk tap skal kunne bli

¹⁷¹ Rt-2000-679 s. 691. Se også Rt-1998-740 som gjaldt foreldelse av et krav fra en klient mot en advokat grunnet hans uaktsomme rådgivning. Foreldelsesspørsmålet ble vurdert i lys av foreldelsesloven § 9, noe som innebærer at rådgivningen ble ansett å ligge utenfor kontrakt, jf Hveem (2009)a s. 226. Hagstrøm og Hveem stiller seg noe kritisk til Høyesteretts standpunkt i Rt-1998-740, jf Hagstrøm (2003) s. 747 og 805, og Hveem (2009)a s. 226.

¹⁷² Lødrup (2006) s. 129

¹⁷³ Hveem (2008) s. 181

erstatningsbetingende, må det foreligge årsakssammenheng mellom det økonomiske tapet og den kritikkverdige rådgivningen.

6.3.2 Berettigede forventninger

Hvilke krav som kan stilles til kvaliteten på investeringsrådgivningen må vurderes i lys av kundens berettigede forventninger. Både lovregler, forskrifter og bransjenormer bidrar til å skape en berettiget forventning hos kunden. Kravet til god forretningsskikk i vphl § 10-11 med tilhørende forskrift kan si noe om hvilke forventninger en kunde kan ha til rådgivningssamtalen.

I skl § 2-1 første ledd er arbeidsgiveransvaret nedfelt. Bestemmelsen lyder som følger:

”Arbeidsgiver svarer for skade som voldes forsettlig eller uaktsom under arbeidstakers utføring av arbeid eller verv for arbeidsgiveren, idet hensyn tas til om de krav skadelidte med rimelighet kan stille til virksomheten, er tilsidesatt.”

Verdipapirforetaket vil for det første være ansvarlig på objektivt grunnlag for de erstatningsbetingende handlinger en rådgiver utfører. Har en investeringsrådgiver i et løsningsforslag til kunden foreslått investeringsløsninger som ikke har sammenheng med egnethetsvurderingen, vil det være nærliggende å karakterisere dette som uaktsom rådgivning.

For det andre vil det i en rådgivningsprosess i mange tilfeller være en unnløstelse som er grunnlaget for det kritikkverdige og eventuelt den uaktsomme rådgivningen. Dette kan inntre hvis en rådgiver unnløst å gi kunden nødvendig informasjon som skal gi grunnlag for en ”*informert investeringsbeslutning*”, jf vphl § 10-11 annet ledd. Om en forventning er berettiget vil ha sammenheng med at den er ”*rimelig*”. Den som utøver et yrke må være kvalifisert i henhold til det som er vanlig for det aktuelle yrket.¹⁷⁴ Det forventes at investeringsrådgiveren til en hver tid er faglig oppdatert, og følgelig har kunnskap om

¹⁷⁴ Kjøenstad (2005) s. 108

juridiske regler i tillegg til inngående produktkunnskap.¹⁷⁵ Betegnelsen rådgiver vil normalt også bidra til å skape ytterligere forventninger hos kunden. Det er ikke tilstrekkelig at en rådgiver opptrer i beste hensikt, hvis dette ikke er i samsvar med hva som kan forventes av en investeringsrådgiver.

Hvilke berettigede forventninger en kunde kan ha, er i verdipapirhandelloven også avhengig av kundens klassifisering.¹⁷⁶ Dette innebærer en relativisering. Høyesterett sa i Rt-2000-679 nei til å *”relativisere bankens plikter ved utføring av rådgivningstjenesten”* (s. 689). Selv om en kunde har god kunnskap og nødvendig forutsetning for å ivareta egne interesser, plikter han ikke å utnytte sin kompetanse fullt ut.¹⁷⁷ Dette legger også Høyesterett til grunn i dommen.

6.3.3 Aktsomhetsvurderingen

Hvilket krav som stilles til aktsomheten til et verdipapirforetak ved investeringsrådgivning, må vurderes i lys av at norsk rett *”... bygger på et strengt, ulovfestet uaktsomhetsansvar for profesjonsutøvere”*, jf DnB-dommen.¹⁷⁸ Et hvert avvik fra lovens krav eller fra kundes berettigede forventninger vil ikke automatisk føre til ansvar for verdipapirforetaket.

I Rt-1995-1350 uttaler Høyesterett (på s. 1356) at selv om det gjelder et strengt profesjonsansvar *”er det [likevel] et visst spillerom før atferd som kan kritiseres, må anses som erstatningsbetingende uaktsomhet.”*

Aktsomhetsvurderingen må ta utgangspunkt i hvordan rådgiveren bør handle. Som det har vært redegjort for i kapittel 4 og 5 har Kredittilsynet tolket kravet til god forretningsskikk meget strengt. Gode grunner taler for at dette også bør smitte over på det privatrettslige i forbindelse med aktsomhetsvurderingen. En rådgiver som opptrer i samsvar med reglene om god forretningsskikk, vil i utgangspunktet også innfri en kundes berettigede

¹⁷⁵ Se note 22

¹⁷⁶ Se pkt. 3.4

¹⁷⁷ Hveem (2009) a s. 235 flg.

¹⁷⁸ Dette synet var også lagt til grunn i blant annet Rt-1995-1350 og Rt-2003-400

forventninger.¹⁷⁹ Høyesterett har som nevnt over presisert at det er rom for å gjøre feil, uten at det nødvendigvis er erstatningsbetingende.

Som det fremgår av oppgavens kapittel 5, kan Kredittilsynet tilbakekalle konsesjon etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 9 blant annet ved alvorlige overtredelser av loven eller verdipapirforskriftens bestemmelser. Det kreves følgelig mer enn simpel uaktsomhet som er tilstrekkelig grunnlag for erstatningsansvar, jf ”*alvorlige overtredelser*”, jf vphl § 9-4 nr. 4.

6.4 Bevisbyrdespørsmål

Hovedregelen i norsk rett er at den som krever erstatning også har bevisbyrden (eller tapsrisikoen), jf tvisteloven § 21-2. Følgelig må kunden sannsynliggjøre at rådgivningen har vært uaktsom. Verdipapirforetaket har en omfattende dokumentasjonsplikt i henhold til reglene om god forretningsskikk i vphl § 10-11 syvende ledd. Bestemmelsen presiserer at foretaket plikter å oppbevare dokumenter som regulerer avtaleforholdet mellom partene, med andre ord mellom verdipapirforetaket og kunden. I og med at verdipapirforetaket må oppfylle krav til dokumentasjon, er det rimelig at foretaket i disse tilfellene får bevisbyrden vedrørende forhold som skulle ha vært dokumentert. Skadevolder må altså godtgjøre at han har handlet på en forsvarlig måte. Dette blir betegnet som omvendt bevisbyrde.¹⁸⁰ BKN-2003-27 gjaldt en sak der en 79 år gammel minstepensjonist plasserte kr 500.000,- i en livrente med betydelig høyere risiko enn det kunden tidligere hadde erfaring med. Bankklagenemnda uttalte følgende:

”Det har i denne saken formodningen mot seg at klager har forstått rekkevidden av den risikofylte plasseringen av det betydelige beløpet.”

¹⁷⁹ Hveem (2008) s. 182

¹⁸⁰ Lødrup (2006) s. 138

Bevisbyrden ble her lagt på banken. Etter nemndas vurdering måtte plasseringen anses å være ugyldig etter avtaleloven § 36. Bankklagenemnda har ofte anvendt prinsippet om omvendt bevisbyrde der investeringen fremstår som lite fornuftig.¹⁸¹

6.5 Hypotetisk hendelsesforløp

Selv om vilkårene for erstatning i utgangspunktet foreligger, kan erstatningen likevel falle bort dersom det kan sannsynliggjøres at kunden likevel hadde investert pengene hvis han var kjent med de faktiske forholdene. Bevisbyrden for det hypotetiske hendelsesforløp ligger på verdipapirforetaket. Hvis en kunde eksempelvis, basert på uaktsom rådgivning, investerer i et aksjefond som senere faller i verdi, vil det i utgangspunktet ikke være mulig å bevise at skadelidte ville ha gjennomført den aktuelle plasseringen gjennom en annen bank.¹⁸²

6.6 Skadelidtes medvirkning

Hovedregelen i norsk erstatningsrett er at skadelidte har krav på full erstatning for den skaden som er forårsaket av skadevolder. Selv om det foreligger erstatningsbetingende uaktsomhet fra rådgiverens side, kan ansvaret likevel helt eller delvis falle bort, jf skl § 5-1. Kommer § 5-1 til anvendelse, resulterer det i at ansvaret blir fordelt mellom skadevolder og skadelidte. Det første spørsmålet som må avklares er om skadelidte kan bebreides for skaden.¹⁸³ For det andre må det avgjøres, basert på bebreidelsens art, hvorvidt erstatningen skal falle bort – helt eller delvis.

I Rt-2003-400 kom Høyesterett til at et fondsmeglerforetak kunne bebreides for uaktsom informasjon og rådgivning i henhold til dagjeldende verdipapirhandellov av 1985. Erstatningen ble i denne saken satt ned fra kr 9 mill. til kr 4 mill. på grunn av skadelidtes medvirkning, jf skl § 5-1. Lagmannsretten begrunnet medvirkningen [til

¹⁸¹ Hveem (2009)a s. 223-224

¹⁸² Se mer om hypotetisk hendelsesforløp i Rt-2000-679 og Hveem (2009)a s. 239-240

¹⁸³ Lødrup (2006) s. 309

Sunnfjordtunnelen AS] med at selskapet burde handlet annerledes med bakgrunn i informasjon de hadde mottatt i brev fra verdipapirforetaket. Høyesterett var enig denne vurderingen.

7 Avsluttende bemerkninger

MiFID har bidratt til å øke investorbeskyttelsen på verdipapirrettens område. Særlig gjelder dette i forhold til kravet om god forretningsskikk. Den rettslige standarden er blitt styrket i vphl § 10-11 sammenliknet med bestemmelsen i verdipapirhandelloven av 1997 § 9-2.

Basert på Kredittilsynets strenge vurdering i relasjon til at kundens interesser skal ivaretas på "*beste måte*", vil dette være et bidrag til at verdipapirforetakene må ha betydelig mer fokus på rådgivningsprosessen og ikke på selve salget. Dette vil videre kunne resultere i økt konkurranse foretakene i mellom, noe som trolig vil gi lavere priser på investeringstjenestene.

Egnethetsvurderingen i forbindelse med investeringsrådgivning har til hensikt å kartlegge kundens risikoforhold, herunder subjektiv og objektiv risiko. Løsningsforslaget til kunden må følgelig være i samsvar med egnethetsvurderingen. Dette vil blant annet kunne sette grenser for hvilken risikoprofil samt hvilket beløp det er forsvarlig å anbefale kunden å investere. Hvis det i en investeringsrådgivningssamtale ikke er gjennomført egnethetsvurdering, eller at løsningsforslaget ikke er i samsvar med egnethetsvurderingen, vil dette kunne resultere i et erstatningsansvar for verdipapirforetaket dersom kunden påføres et økonomisk tap.

Kredittilsynet har som nevnt i kapittel 5 tilbakekalt tre konsesjoner. I tillegg har tilsynet avdekket kritikkverdige forhold som ikke var tilstrekkelig til å tilbakekalle konsesjon. I et brev til Finansdepartementet uttaler Kredittilsynet:

”... at håndhevelse overfor foretak som grovt bryter loven er nødvendig for at den resterende del av aktørene som yter rådgivning innenfor normene vernes mot foretak som på grunn av lovbrudd kunne få konkurransefortrinn.”¹⁸⁴

I følge Kredittilsynets erfaring, har deres strenge håndhevelse hatt en preventiv effekt på de øvrige aktørene i markedet, slik at utviklingen nå går riktig vei.¹⁸⁵

En nasjonal autorisasjonsordning av finansielle rådgivere er nå i gang, og det er satt en frist for at rådgivere skal være autoriserte innen 1. april 2011.¹⁸⁶ I en rapport fra Forbrukerrådet¹⁸⁷ ble det uttalt at det var til dels store individuelle forskjeller i kvaliteten på rådgivningen. Selv om ordningen er i startfasen, må det kunne antas at et kompetanseløft vil medføre bedre kvalitet på rådgivningen til kunden.

Etter min oppfatning har verdipapirforetaket også en egeninteresse i å innrette sin virksomhet i overensstemmelse med kravet til god forretningsskikk. Dette vil kunne resultere i at foretakets kunder blir mer lojale, noe som kan begrunnes med at det da vil være samsvar mellom foretakets rådgivning og kundens berettigede forventninger.

¹⁸⁴ Kredittilsynet (2008)d

¹⁸⁵ *ibid.*

¹⁸⁶ Autorisasjonsordningen (2009) Se pkt. *Om Autorisasjonsordningen*

¹⁸⁷ Forbrukerrådet (2009) s. 18

8 Kildehenvisning

8.1 Bøker, artikler mv

- Acta (2009): *Bli kjent med Acta.* Tilgang: <http://www.acta.no/>
[Sisert: 16.april 2009]
- Autorisasjonsordningen (2009): *Felles autorisasjon for finansielle rådgivere.* Tilgang:
<http://www.autorisasjonsordningen.no/>
[Sisert: 15. februar 2009]
- Bergo (2008): Knut Bergo. *Børs- og verdipapirrett.* Oslo 2008
- Boe (2002): Boe, Erik. *Forholdet mellom privatrett og offentlig rett – nye tendenser. I: Rettsteori og rettsliv, Festskrift til Carsten Smith.* Oslo 2002 s. 113-137
- Boe (2007): Boe, Erik. *Hvem bestemmer – domstolene eller forvaltningen? I: Lov og rett nr. 2 2007 s. 67-88*
- Dinside.no (2009): *Hvor mye kan du låne?* Tilgang:
<http://www.dinside.com/807480/hvor-mye-kan-du-laane> [Sisert: 23. april 2009]
- Dn.no (2008): *Kredittilsynet tar to konsesjoner.* Tilgang:
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1431948.ece> [Sisert: 16. april 2009]

- Finansportalen (2009): Tilgang: <http://www.finansportalen.no/Arkiv/Ord+og+begreper?key=6216#R> [Sitert: 21. april 2009]
- Finn.no (2009): Tilgang: <http://www.finn.no/finn/job/object?finnkode=16564559> [Sitert: 4. mars 2009]
- FNH (2009): *Høring – rapport om konkurransen og effekten i sparemarkedet for verdipapirfond og andre spareprodukter.* 27. februar 2009 Tilgang: http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/Horingssvar/2008_12_12_konkurransen_effektiviteten_markedet_verdipapirfond/fnh.pdf [Sitert: 23. april 2009]
- Forbrukerrådet (2009): *Forbrukerrådets forslag til ryddepakke i sparemarkedet.* Februar 2009 Tilgang: http://forbrukerportalen.no/filearchive/ryddepakke_i_sparemarkedet.pdf [Sitert: 21. april 2009]
- Gisle (2005): Gisle, Jon. *Jusleksikon*. 2. utgave, Oslo 2005
- Gravir og Birkeland (2002): Gravir, Gaute Simen og Tor G. Birkeland. *Analysevirksomhet i verdipapirforetak*. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 3 2002 s. 395-421
- Grøtte (2006): Grøtte, Oddmund. *Aksjekjøp og daytrading*. 2. utgave. Oslo 2006
- Hagstrøm (2003): Hagstrøm, Viggo. *Obligasjonsrett*. Oslo 2003

- Hveem (2008): Hveem, Dag Jørgen. *Finansiell rådgivning og god skikk*. I: Lennart Lyngne Andersen (red.) *Videregående Kreditret*. København 2008 s. 140-182
- Hveem (2009)a: Hveem, Dag Jørgen. *Bankers ansvar ved rådgivning og kredittgivning*. I: *Finansiella kriser - betalingsystem och skuldförhållanden*. Red: Lars Gorton og Göran Millqvist. Stockholm 2009 s. 203-257
- Hveem 2009)b: Hveem, Dag Jørgen. *E-post*. 12. mars 2009
- Hymer (2008): Hymer, Knut. *Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk*. I: *Tidsskrift for Forretningsjus* nr. 3 2008 s. 183-216
- Høgberg (2008): Høgberg, Benedikte Moltumyr. *EØS-rettens betydning for norsk statsrett*. I: *Jussens Venner* nr. 3 2008, s. 159-178
- Kjønstad (2008): Kjønstad, Asbjørn. *En modell for culpavurderingen*. I: *Tidsskrift for Erstatningsrett* nr. 2 2005 s. 87-122
- Klepp Sparebank (2009): *Kundeprofilskjema*. Tilgang: <https://www1.portalbank.no/3290/SiteCollectionDocuments/Brosjyrer%20KS/Kundeprofilskjema%20personkunde.pdf>
[Sisert: 23. februar 2009]

- Lødrup (2006): Lødrup, Peter. *Lærebok i erstatningsrett*. 5. utgave. Oslo 2006
- Odinfond (2009): *Odin Norden*. Tilgang: <http://www.odinfond.no/no/Fondsoversikt/Faktaark/Fact?fundId=300> [Sisert: 17. april 2009]
- Rettsdata (2009): Kommentar til: *L29.06.2007 nr. 75 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)* Tilgang: <http://abo.rettsdata.no/propub/template.htm?view=main> [Sisert: 22. april 2009]
- Sejerstad m/fl. (2004): *EØS-rett*. Frederik Sejersted... [et al.]. 2. utgave. Oslo 2004
- Sparebank1 (2009): *Unit Link*. Tilgang: https://www2.sparebank1.no/portal/9898/3_privat?_nfpb=true&_pageLabel=P43000754901207307155880 [Sisert: 16. april 2009]
- TV2 hjelper deg (2009): *Vant over Acta*. Tilgang: <http://www.tv2underholdning.no/hjelperdeg/article2575561.ece> [Sisert: 21. april 2009]
- Tyrhaug og Mydske (2008): Tyrhaug, Sverre og Tore Mydske. *Gjennomføring av MiFID i norsk rett - oversikt og bakgrunn*. I: Tidsskrift for Forretningsjus nr. 3 2008 s. 153-182

Utenriksdepartementet (2009): *Håndbok i EU/ EØS-arbeid*. Tilgang:
[http://www.regjeringen.no/upload/UD/Vedlegg/eu/
EØS_handboken_27jan.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/UD/Vedlegg/eu/EØS_handboken_27jan.pdf) [Sisert: 17. mars 2009]

8.2 Lover, forarbeider, bransjenormer mv

Norske lover:

Avtaleloven:	Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr. 4
Børsloven:	Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74
Domstolloven:	Lov om domstolene av 13. august 1915 nr. 5
Finansavtaleloven:	Lov om finansavtaler og finansoppdrag av 25. juni 1999 nr. 46
Forbrukerkjøpsloven:	Lov om forbrukerkjøp av 21. juni 2002 nr. 34
Foreldelsesloven:	Lov om foreldelse av fordringer av 18. mai 1979 nr. 18
Forsikringsavtaleloven:	Lov om forsikringsavtaler av 16. juni 1989 nr. 69
Forvaltningsloven (fvl):	Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker av 10. februar 1967
Grunnloven:	Kongeriket Norges Grundlov av 17. mai 1814

Kredittilsynsloven:	Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. av 7. desember 1956 nr. 1.
Skadeserstatningsloven (skl):	Lov om skadeserstatning av 13. juni 1969 nr. 26
Tvisteloven:	Lov om mekling og rettergang i sivile tvister av 17. juni 2005 nr. 90
Verdipapirfondloven:	Lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr. 52
Verdipapirhandelloven 1985:	Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61 [OPPHEVET]
Verdipapirhandelloven 1997:	Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 [OPPHEVET]
Verdipapirhandelloven (vphl):	Lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

Forarbeider, forskrifter, rundskriv mv:

Finansdepartementet (2009)a:	<i>Avslag på klage fra Totalvekst (nå Josef K).</i> Ref: 08/3728 FM ALB/MaO/AG. Av 19. januar 2009. Tilgang: http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/Konsesjoner/finansdepartementet-har-avslatt-klage-fr.html?id=542927 [Sisert: 24. april 2009]
------------------------------	--

- Finansdepartementet (2009)b: *Avslag på klage fra Caveo*. Ref: 08/4175 FM IG. Av 5. februar 2009. Tilgang: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/Konsesjoner/avslag-pa-klage-fra-caveo-asa.html?id=544860> [Sisert: 24. april 2009]
- Forskrift om opplysningsplikt, sammensatte prod.: Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter av 25. september 2006 nr. 1317
- Høringsnotat (29/3-07): *Høringsnotat og utkast til forskrift om markeder for finansielle instrumenter (MiFID-forskriften) utarbeidet av Kredittilsynet*. 29. mars 2007. Tilgang: http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/kt_mifidforskrift.pdf [Sisert: 23. april 2009]
- Kredittilsynet (2008)a: *Utredning: Konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter*. 4. november 2008.
- Kredittilsynet (2008)b: *Brev til Glitnir Privatøkonomi om tilbakekall av konsesjon*. 10. april 2008 Tilgang: http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Glitn059.pdf [sitert: 21. april 2009]
- Kredittilsynet (2008)c: *Brev til Totalvekst. Vedtak om tilbakekall av tillatelse*. 24. juni 2008 Tilgang: http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Total065.pdf [Sisert: 21. april 2009]

Kredittilsynet (2008)d:	Brev til Finansdepartementet: <i>Investeringsrådgivning – oppfølging</i> av 7. august 2008. Tilgang: http://www.kredittilsynet.no/archive/1akt/01/01/FIN07044.pdf [Sisert: 24. april 2009]
NOU 1994: 19:	Finansavtaler og finansoppdrag
NOU 2003: 23:	Evaluering av regnskapsloven
NOU 2006: 3:	Om markeder for finansielle instrumenter
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007):	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
Pressemelding nr. 17/2008:	<i>Tilbakekall av Glitnir Privatøkonomi AS's tilatelser til å yte investeringstjenester.</i> 11. april 2008. Tilgang: http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20213 [Sisert: 21. april 2009]
Pressemelding nr. 25/2008:	<i>Kredittilsynet tilbakekaller to konsesjoner i verdipapirmarkedet – Caveo ASA og Totalvekst ASA.</i> 25. juni 2008 Tilgang: http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20421 [Sisert: 21. april 2009]

- Pressemelding nr. 39/2008: *Acta får kritikk, men beholder konsesjonen.* 15. oktober 2008 Tilgang: <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20754> [Sisert: 21. april 2009]
- Rundskriv 23/2007: Rundskriv av 10. juli 2007. *Nye konsesjonspliktige tjenester mv. som følge av ny lov om verdipapirhandel.* Tilgang: <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=18925> [Sisert: 22. april]
- Rundskriv 4/2008: Rundskriv av 12. februar 2008. *Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysninger ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.* Tilgang: <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20049> [Sisert: 21. april 2009]
- St.prp.nr. 40 (2005-2006): Om samtykke til godkjenning av avgjerd i EØS-komiteen. nr 65/2005 av 29. april 2005 om innlemming i EØS-avtala av direktiv om markeder for finansielle instrument (verdipapirmarknadsdirektivet)
- St.prp.nr. 11 (2007-2008) Om samtykke til godkjennelse av EØS-komiteens beslutning nr. 21/2007 av 27. april 2007 om innlemmelse i EØS avtalen av direktiv 2006/73/EF av 10. august 2006 og forordning 1287/2006 av 10. august 2006 om investeringsforetak m.v.
- Verdipapirforskriften (vpf): Forskrift til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 876

Bransjenormer mv:

Bransjenormen:

God rådgivningsskikk. Tilgang:

<http://www.autorisasjonsordningen.no/wp-content/uploads/god-radgivningsskikk.pdf>

[Sisert: 22. april 2009]

Etableringsavtalen (2008):

Avtale om etablering av en felles autorisasjonsordning for finansielle rådgivere av 11. desember 2008.

Tilgang: http://www.autorisasjonsordningen.no/wp-content/uploads/afr_etableringsavtalen.pdf [Sisert: 22. april 2009]

Hovedavtalen (BKN):

Hovedavtale for bankklagenemnda. Vedtatt av avtalepartene 1. oktober 1988. Tilgang:

[http://www.bankklagenemnda.no/pdf/](http://www.bankklagenemnda.no/pdf/Hovedavtale%2020090101.pdf)

[Hovedavtale%2020090101.pdf](http://www.bankklagenemnda.no/pdf/Hovedavtale%2020090101.pdf) [Sisert: 22. april 2009]

Internasjonale kilder:

Direktiv 93/22/EØF:

Rådsdirektiv 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD)

Direktiv 2004/39/EF:
(MiFID)

Om markeder for finansielle instrumenter, om endring av Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EOF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og opphevelse av Rådets direktiv 93/22/EØF

Direktiv 2006/73/EF: (Gjennomføringsdirektivet)	Om gjennomføring av Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelsene for drift av investeringsselskaper samt definisjoner av begreper med henblikk på nevnte direktiv.
EØS-avtalen:	Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde av 2. mai 1992
Kommisjonsforordning (EF): nr. 1287/2006	Om gjennomføring av Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpliktelser for investeringsselskaper, innberetning av transaksjoner, markedsgjennomsiktighet, opptagelse av finansielle instrumenter til handel samt definisjoner av begreper med henblikk på nevnte direktiv
Direktiv 2006/31/EF:	Om endring av direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, for så vidt angår visse frister

8.3 Rettspraksis og uttalelser fra Bankklagenemnda

Rettspraksis:

Rt-1984-248

Rt-1995-1350

Rt-1998-740

Rt-2000-679 (DnB-dommen)

Rt-2003-400

RG-2008-1362

Bankklagenemnda:

BKN-2003-27

BKN-2003-59

BKN-2004-110

BKN-2006-109

BKN-2007-50

BKN-2008-77

BKN-2009-1

BKN-2009-19